

## 评级变动报告

## 大金重工 002487.SZ



鉴于欧洲海风项目延期及德国招标推迟至2027年，叠加国内风电装机节奏放缓、海外高毛利订单兑现延迟，我们下调了大金重工未来三年及远期的收入与毛利率预期，导致公司远期估值中枢有所下移。核心原因如下：

- 1、欧洲海风项目延期，海外订单释放节奏放缓：** 欧洲海风项目延期及德国招标推迟至2027年，海外订单流入及收入确认节奏慢于此此前预期。公司近期新签海外订单公告减少，年初至今订单落地进度不及预期。尽管欧洲海风长期需求逻辑通顺，但短期订单释放节奏已明显放缓，对公司未来2-3年收入增长构成压力
- 2、国内风电装机延后，下游需求短期承压：** 受国内风电上网电价下滑影响，下游运营商投资IRR下降，风电装机进度延后，尤其是海上风电，预计今年装机在7GW左右，低于此前预期。国内市场短期需求疲软进一步拖累公司整体收入表现。
- 3、海外高毛利订单兑现延迟，利润释放节奏放缓：** 前期股价涨幅过大，估值已充分反映海外利好预期，但海外实际交付和收入确认节奏慢于预期，高毛利订单兑现有延迟，叠加欧洲海风装机需求后移至2027-2030年，公司未来三年利润释放节奏将慢于此此前预期。

综合评估，我们对大金重工的DDM估值下调12.1%，目前公司估值由合理估值调整为低估状态。

## 公司基本信息



公司成立于2000年，于2010年在深交所上市，是中国风电塔桩首家上市公司，是海上风电基础结构及塔筒解决方案领域的全球领先企业，主要生产销售海上风电单桩基础、过渡段、导管架、浮式基础以及塔筒产品，为客户提供海上风电装备的“建造+运输+交付”一站式综合解决方案，可满足全球不同地区海上风电项目的多样化需求。

## 公司深度评级

|        |         |      |       |                               |
|--------|---------|------|-------|-------------------------------|
| 所属行业   | 工业      | 成长空间 | ★★★★☆ | DDM估值：价值 444.91亿 (较上期-12.11%) |
| 当前股价   | 38.19元  | 盈利趋势 | ★★★★☆ | 状态 低估 (上行空间+57%)              |
| 总市值    | 282.64亿 | 产业格局 | ★★★★☆ |                               |
| PE-TTM | 21.63   | 护城河  | ★★★★☆ | 动态估值：价值 462.99亿 (较上期-14.19%)  |
| PB-MRQ | 3.25    |      |       | 状态 低估 (上行空间+64%)              |

## 公司盈利预测

| 大金重工          | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 43.3  | 37.8  | 61.7  | 74.1  | 100.0 | 128.0 | 151.0 | 169.4 |
| 归母净利润(亿)      | 4.3   | 4.7   | 11.0  | 12.7  | 17.5  | 21.5  | 24.1  | 28.3  |
| 归母净利润增速(%)    | -5.5  | 11.5  | 132.8 | 15.4  | 37.7  | 22.4  | 12.3  | 17.4  |
| 经营性净利润(亿)     | 3.9   | 4.3   | 10.3  | 12.4  | 17.2  | 21.1  | 23.7  | 27.9  |
| 经营性净利润增速(%)   | -2.1  | 9.0   | 139.9 | 19.6  | 38.9  | 22.9  | 12.5  | 17.7  |
| 经营性归母净利润(亿)   | 3.9   | 4.3   | 10.3  | 12.4  | 17.2  | 21.1  | 23.7  | 27.9  |
| 经营性归母净利润增速(%) | -2.1  | 9.0   | 139.9 | 19.6  | 38.9  | 22.9  | 12.5  | 17.7  |

资料来源：壹评级

## 估值评级

DDM估值下降-12.11%：上期 506.20亿，本期 444.91亿。动态估值下降-14.19%：上期 539.54亿，本期 462.99亿。

我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行了全面下调，主要基于对欧洲海风订单释放放缓、国内需求下行及海外高毛利订单兑现延迟的重新评估。完成下调后，公司DDM估值下调12.1%。

### 1、未来三年收入预测的下调：

我们全面下调公司营业收入的预测，主要是我们对公司风电塔筒/单桩出货量、产品平均销售单价、市场份额做出下调。船舶业务的预测保持不变。

**风电塔筒/单桩出货量：** 经过评估，我们对公司出货量预测做出了小幅下调，主要基于欧洲海风项目延期及德国招标推迟至2027年，海外订单释放节奏放缓，叠加国内风电装机延后（尤其海风，预计今年装机在7GW左右），未来2-3年出货量增速将慢于此前预期。

**产品平均销售单价：** 经过评估，我们对欧洲单桩价格做出小幅下调，主要基于国内海风招标价格有所下降，欧洲市场随着本土产能逐步释放，供需紧张格局边际缓解，长期价格中枢较此前高点温和回落。

**市场份额：** 经过评估，我们小幅下调了公司在欧洲市场的份额预测，主要基于欧洲本土及日韩竞争者扩产加速，叠加部分项目延期导致公司先发优势阶段性弱化，远期市占率判断较此前有所下修。

**船舶业务：** 公司借助全球造船产能紧缺窗口期，利用盘锦基地闲置产能获取大量外部造船订单，累计签约超百亿元。但该业务仍处于早期阶段，维持原有预测不变。

### 2、未来三年归母净利润预测的下调：

我们对公司归母净利润预测进行了下调，主要是我们对综合毛利率及期间费用率的预测做出调整。

**综合毛利率：** 经过评估，我们对2026-2028年的毛利率预测做出了小幅下调。主要原因为：

1) 海工业务：①欧洲海工订单预计下降，高毛利订单占比回落；②国内海风招标价格下降，压缩单位毛利空间；③前期估值已充分反映海外利好，但实际交付和收入确认节奏慢于预期，高毛利订单兑现延迟。

2) 船舶业务：船舶业务尚处早期阶段，维持原有预测不变。

**期间费用率：** 经过评估，我们对销售、管理费用率预测做出了小幅上调，主要系公司营收规模增速放缓，规模效应减弱，期间费用率摊薄效应不及此前预期。

## 盈利预测

### 核心假设及逻辑

#### 一、风电塔筒及桩基业务

收入假设：

- 1、国内陆风市场：随着风机大型化持续推进，塔筒单位成本呈边际下降趋势，预计2026-2030年塔筒单价小幅下降。公司主动调整市场策略，将相关产能转移给海外市场。2026-2030年公司市场份额有所下滑。
- 2、国内海风市场：大型化同样带动塔筒+桩基单价小幅下降，预计2026-2030年公司市场份额保持稳定。
- 3、欧洲海风市场：呈现单价下行趋势，公司凭借技术和成本优势，市占率目前维持30%以上，预计2026-2030年市场份额有所下降。

盈利能力假设：

综合各大市场趋势和发展，预计该业务2026年毛利率保持稳定，2027-2030年毛利率出现小幅下降。

#### 二、船舶业务（第二成长曲线）

收入假设：

- 1、全球海上风电装机规划加速落地，2026-2030年海上风电施工、运输及运维船舶需求持续高增。公司依托在风电基础结构件领域的制造经验与港口资源，积极拓展特种船舶制造业务，包括海上风电安装船、超大型运输船等。
- 2、国内海上风电向深远海发展，带动大容量、高附加值船舶需求；欧洲及东南亚海上风电项目亦催生本地化船舶供给缺口，公司有望凭借成本与交付能力获得海外订单。
- 3、预计2027-2030年船舶业务收入处于快速放量期，2027-2030年收入复合增速超60%。2030年之后，随行业竞争加剧增速逐步放缓，但长期仍受益于海上风电存量船舶更新需求。

盈利能力假设：

预计2027-2030年，该业务毛利率处于20%-24%的区间；2030年之后小幅下降。

### 公司整体业绩预测

| 大金重工          | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 43.3  | 37.8  | 61.7  | 74.1  | 100.0 | 128.0 | 151.0 | 169.4 |
| 归母净利润(亿)      | 4.3   | 4.7   | 11.0  | 12.7  | 17.5  | 21.5  | 24.1  | 28.3  |
| 归母净利润增速(%)    | -5.5  | 11.5  | 132.8 | 15.4  | 37.7  | 22.4  | 12.3  | 17.4  |
| 经营性净利润(亿)     | 3.9   | 4.3   | 10.3  | 12.4  | 17.2  | 21.1  | 23.7  | 27.9  |
| 经营性净利润增速(%)   | -2.1  | 9.0   | 139.9 | 19.6  | 38.9  | 22.9  | 12.5  | 17.7  |
| 经营性归母净利润(亿)   | 3.9   | 4.3   | 10.3  | 12.4  | 17.2  | 21.1  | 23.7  | 27.9  |
| 经营性归母净利润增速(%) | -2.1  | 9.0   | 139.9 | 19.6  | 38.9  | 22.9  | 12.5  | 17.7  |

数据来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第3页

## 公司分业务业绩预测

| 风电塔筒        | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 43.3  | 37.8  | 61.7  | 74.1  | 95.0  | 113.0 | 131.0 | 148.0 |
| 收入增速(%)     | -15.3 | -12.6 | 63.3  | 20.0  | 28.2  | 18.9  | 15.9  | 13.0  |
| 经营性净利润(亿)   | 3.9   | 4.3   | 10.3  | 12.4  | 16.7  | 19.7  | 21.8  | 25.9  |
| 经营性净利率(%)   | 9.1   | 11.4  | 16.7  | 16.7  | 17.6  | 17.4  | 16.7  | 17.5  |
| 经营性净利润增速(%) | -2.1  | 9.0   | 139.9 | 19.6  | 35.1  | 17.9  | 11.0  | 18.6  |
| 船舶业务        | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
| 收入(亿)       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 5.0   | 15.0  | 20.0  | 21.4  |
| 收入增速(%)     | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 200.0 | 33.3  | 7.0   |
| 经营性净利润(亿)   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.5   | 1.4   | 1.9   | 2.0   |
| 经营性净利率(%)   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 9.3   | 9.3   | 9.3   | 9.3   |
| 经营性净利润增速(%) | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 200.0 | 33.3  | 7.0   |

数据来源：壹评级

## 动态估值

## 公司整体及分业务动态估值

| 业务        | 半显性期<br>CAGR | 增速描述       | 产业格局  | 护城河<br>持续性 | 贴现率          | 综合倍数       | 有效盈利<br>预测(亿) |
|-----------|--------------|------------|-------|------------|--------------|------------|---------------|
| 风电塔筒      | 7.0%         | 中等         | 较好    | 强          | 7.2%         | 20.43      | 25.2          |
| 船舶业务      | 5.0%         | 中等-        | 较好    | 较强         | 8.0%         | 15         | 2.0           |
| 业务        | 显性期<br>价值    | 显性期后<br>价值 | 业务价值  | 富余现金       | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值           |
| 风电塔筒(亿)   | 36.1         | 389.5      | 425.6 | 29.3       | -            | -          | 454.9         |
| 船舶业务(亿)   | -13.7        | 21.8       | 8.1   | -          | -            | -          | 8.1           |
| 公司整体测算(亿) | 22.3         | 411.3      | 433.7 | 29.3       | -            | -          | 463.0         |

数据来源：壹评级

## DDM估值

## 公司整体及分业务DDM估值

| 业务        | 预测期<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值  | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值   |
|-----------|-----------|-----------|-------|------|--------------|------------|-------|
| 风电塔筒(亿)   | 141.1     | 262.5     | 403.6 | 29.3 | -            | -          | 432.9 |
| 船舶业务(亿)   | -1.5      | 13.4      | 12.0  | -    | -            | -          | 12.0  |
| 公司整体测算(亿) | 139.7     | 275.9     | 415.6 | 29.3 | -            | -          | 444.9 |

数据来源：壹评级

## 估值确定性



公司估值确定性尚可，一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现两者之间存在一定差异；另一方面，公司收入主要来源以欧洲为主，欧洲风电政策存在一定的不确定性，未来欧洲市场装机需求也存在较大的波动，数据可跟踪性相对较低，导致其未来预测也存在一定的不确定性。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。