

大金重工 (002487.SZ)

海风塔&桩出海龙头，迎来量利齐升时刻

全球塔桩龙头，海外订单、业绩亮眼。公司是国内首家出口欧洲海塔、超大型单桩的风电海工装备制造企业。2022 年率先拿到欧洲海风单桩、海塔订单，2023 年公司迎来了海工规模化出口元年，全年向欧洲累计发运海上风电海工产品合计近 10 万吨。截至目前，公司欧洲在手订单丰富，以及被欧洲某客户锁产约 40 万吨。此外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。

中长期欧洲海风需求量迎来倍增，短期 2025-2026 年增速超 50%，且当前欧洲塔&桩产能紧缺，有望迎来量、价齐升，行业 β 属性强。

- **量：**中长期看，十五五期间，欧洲海风预计总计装机 43.1GW，十四五期间预计总计达 16.2GW，十五五期间为十四五的约 1.66 倍，欧洲海风需求量实现翻倍增长。短期看，2025、2026 年欧洲海风装机预测平均值达 5/8.4GW，同比 +60%/67%，具有明确的行业 β 属性。
- **价：**目前多家机构预测，即使加上国内企业的产能，欧洲塔&桩 2027 年左右或产能紧缺，因此欧洲海上风电项目塔&桩单价有望增长。
- **行业加速信号：**欧洲地区，以英国为例开启为海上风电项目建设给予补贴，单 GW 约 2700 万英镑初始资金，叠加欧盟降息，未来欧洲的海风建设量、建设速度或超预期。

欧洲塔&桩单位盈利远超国内，出海可助力盈利提升。

- **价格好、毛利高：**参考大金重工 2023 年国内外销售情况，可以得出，欧洲塔&桩价格达 1.71 万元/吨，约为国内 2.88 倍水平。海外市场单吨毛利约 0.47 万元/吨，约为国内 4.7 倍水平。海外市场毛利率 27%，海外高出国内 11pcts。
- **国内原材料成本低、人工成本低：**钢材占管桩原材料成本 70%+，以德国中厚板为例，价格是中国的 1.43 倍。其次欧洲用人成本普遍高于国内，欧洲本土用人成本高，因此海外毛利率有望持续保持高位。

公司在欧竞争优势扩大：

- **大型部件看重区位优势，蓬莱基地是全球稀缺性生产基地：**欧洲供货需要验厂，基地重要性较强，目前公司蓬莱生产基地是全球最大单桩制造与出口基地，具备深水良港和对外开放口岸资质这两项稀缺条件，对于海上风电出口形成强壁垒。
- **自建运输船，或扩大公司在欧竞争力：**自建特种运输船，打造一站式服务，更易获得欧洲客户依赖，且运输成本更低。目前盘锦海工基地负责建造公司独创设计的超大型海上风电装备特种运输船，预期 2025 年落地 2 艘，可助力公司后续在欧的项目竞争力。
- **曹妃甸为深远海项目储备：**唐山基地重点布局深远海超大型导管架和浮式基础产品制造产线，有望 2025 年建成后完成产能爬坡阶段。

盈利预测：公司是风电塔桩出海龙头，欧洲订单量+利双增，有望助力业绩超预期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.60 亿元、7.73 亿元、11.54 亿元，对应 EPS 为 0.72、1.21、1.81 元，对应 PE 为 30.7/18.2/12.2 倍。首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示：市场需求风险、原材料价格风险、汇率波动风险、行业竞争风险、项目执行风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,106	4,325	3,698	5,634	8,323
增长率 yoy (%)	15.2	-15.3	-14.5	52.4	47.7
归母净利润（百万元）	450	425	460	773	1,154
增长率 yoy (%)	-22.0	-5.6	8.2	68.0	49.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.71	0.67	0.72	1.21	1.81
净资产收益率 (%)	6.9	6.1	6.4	9.9	13.4
P/E（倍）	31.3	33.2	30.7	18.2	12.2
P/B（倍）	2.2	2.0	2.0	1.8	1.6

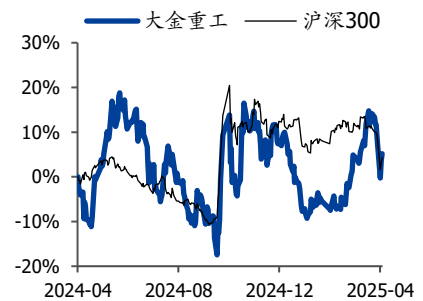
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 09 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	风电设备
04 月 09 日收盘价（元）	22.11
总市值（百万元）	14,100.64
总股本（百万股）	637.75
其中自由流通股（%）	98.93
30 日日均成交量（百万股）	11.63

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8990	7293	6567	7984	10071
现金	4052	1961	2772	2862	3085
应收票据及应收账款	1770	1670	1048	1596	2358
其他应收款	355	33	31	47	69
预付账款	409	279	242	362	535
存货	1737	1546	748	1119	1651
其他流动资产	667	1806	1726	1997	2374
非流动资产	2269	2931	3372	3771	4161
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1041	1565	1610	1658	1708
无形资产	225	270	320	370	420
其他非流动资产	1003	1097	1442	1743	2033
资产总计	11259	10225	9939	11756	14232
流动负债	3544	2930	2097	3201	4689
短期借款	426	10	210	410	610
应付票据及应付账款	2150	1666	1346	2014	2971
其他流动负债	967	1255	541	778	1108
非流动负债	1209	381	630	780	930
长期借款	394	0	100	200	300
其他非流动负债	815	381	530	580	630
负债合计	4752	3311	2728	3982	5620
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	638	638	638	638	638
资本公积	3807	3806	3806	3806	3806
留存收益	2064	2471	2769	3331	4170
归属母公司股东权益	6507	6914	7212	7774	8613
负债和股东权益	11259	10225	9939	11756	14232

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	112	809	1525	497	742
净利润	450	425	460	773	1154
折旧摊销	81	103	122	131	140
财务费用	13	48	7	16	25
投资损失	-63	-15	0	0	0
营运资金变动	-407	254	965	-422	-577
其他经营现金流	38	-7	-29	0	0
投资活动现金流	-691	-1416	-534	-530	-530
资本支出	-686	-413	-530	-530	-530
长期投资	0	-1022	0	0	0
其他投资现金流	-5	20	-4	0	0
筹资活动现金流	3498	-1011	-143	123	10
短期借款	204	-416	200	200	200
长期借款	394	-394	100	100	100
普通股增加	82	0	0	0	0
资本公积增加	2985	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-168	-200	-443	-177	-290
现金净增加额	2921	-1674	811	90	222

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5106	4325	3698	5634	8323
营业成本	4252	3311	2693	4028	5942
营业税金及附加	18	31	26	39	58
营业费用	40	70	63	96	141
管理费用	119	156	133	203	300
研发费用	215	256	222	338	499
财务费用	10	64	27	32	40
资产减值损失	0	-7	0	0	0
其他收益	26	30	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	63	15	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	523	477	535	899	1342
营业外收入	6	8	8	8	8
营业外支出	5	0	8	8	8
利润总额	524	485	535	899	1342
所得税	74	60	75	126	188
净利润	450	425	460	773	1154
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	450	425	460	773	1154
EBITDA	551	629	683	1061	1522
EPS (元/股)	0.71	0.67	0.72	1.21	1.81

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.2	-15.3	-14.5	52.4	47.7
营业利润(%)	-22.3	-8.8	12.2	68.0	49.3
归属母公司净利润(%)	-22.0	-5.6	8.2	68.0	49.3
获利能力					
毛利率(%)	16.7	23.4	27.2	28.5	28.6
净利率(%)	8.8	9.8	12.4	13.7	13.9
ROE(%)	6.9	6.1	6.4	9.9	13.4
ROIC(%)	5.4	6.1	6.3	9.3	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	42.2	32.4	27.4	33.9	39.5
净负债比率(%)	-48.1	-19.8	-31.8	-26.1	-22.1
流动比率	2.5	2.5	3.1	2.5	2.1
速动比率	1.8	1.7	2.4	1.8	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	3.5	2.5	2.8	4.3	4.3
应付账款周转率	10.6	6.4	5.1	7.2	7.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.67	0.72	1.21	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	1.27	2.39	0.78	1.16
每股净资产(最新摊薄)	10.20	10.84	11.31	12.19	13.50
估值比率					
P/E	31.3	33.2	30.7	18.2	12.2
P/B	2.2	2.0	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	36.0	24.8	17.3	11.4	8.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 09 日收盘价

内容目录

一、大金重工：国内奔赴欧洲海风市场桩基先驱	5
1.1 深根风电桩基&塔筒，2024H1 海外收入已过半	5
1.2 股权架构清晰，管理层经验丰富	6
1.3 海外海风收入结构改善，支撑公司盈利水平提升	7
二、全球海风景气周期共振，桩基龙头受益“双海”发展	10
2.1 海外海风迎来景气度上行阶段，欧洲桩基产能紧缺	10
2.2 国内市场：用海问题肃清，海风加速建设	14
2.3 欧洲塔&桩单位盈利远超国内，出海可助力盈利提升	17
三、当前国内唯一获得欧洲海风桩基订单企业，先发优势足	19
四、估值分析	23
风险提示	25

图表目录

图表 1: 大金重工发展历程	5
图表 2: 公司主要产品	5
图表 3: 公司五大主要产品介绍	6
图表 4: 2015-2024H1 公司产品结构	6
图表 5: 2015-2024H1 公司国内外收入占比（亿元）	6
图表 6: 大金重工公司股权结构（截至 2024 年三季度）	7
图表 7: 公司年度收入、归母净利润及同比增速	7
图表 8: 公司年度毛利率及净利率情况	7
图表 9: 公司国内外毛利润占比	8
图表 10: 2022 年钢材价格处于历史高位	8
图表 11: 公司各项费用率	8
图表 12: 公司与同行业营业收入对比（单位：亿元）	9
图表 13: 公司与同行业净利润对比（单位：亿元）	9
图表 14: 公司与同行业毛利率对比（单位：%）	9
图表 15: 公司与同行业净利率对比（单位：%）	9
图表 16: 公司与同行业资产负债率对比（单位：%）	9
图表 17: 公司与同行业流动比率对比（单位：%）	9
图表 18: 欧洲海上风电装机目标	10
图表 19: 2024 年以来欧盟降息梳理	11
图表 20: 德国中厚板市场价	11
图表 21: 欧洲海上变电站的增加（按离岸距离划分）单位：个	12
图表 22: 2018-2030E 欧洲海上风电装机情况(GW)	12
图表 23: 2023-2030 年欧洲海上风电装机量及预测值（GW）	13
图表 24: GWEC 预测，2023-2030 年中欧美市场外、北美海上风电装机量及预测值（GW）	13
图表 25: 据 GWEC 预测，欧洲海风桩基或于 2026 年出现供需缺口（单位：套）	14
图表 26: 据 Rystad Energy 预测 2027 年，从吨位角度看单桩供需紧张	14
图表 27: 据 SIF 预测，欧洲 2028 年桩基将供不应求	14
图表 28: 江苏、广东项目最新进展	14
图表 29: 2022-2024 年，每年海上风电招标量及海上装机量情况（GW）	15
图表 30: 海上风电核准量情况	15
图表 31: 2022-2024 年海风核准及招标情况	16
图表 32: 深远海规划统计（截至 2025 年 3 月 28 日）	16
图表 33: 2020-2026E 海上风电装机量（GW）	17
图表 34: 大金重工国内外塔&桩单价、单位毛利、毛利率对比	17
图表 35: 海力风电原材料成本拆分	18
图表 36: 2023 年天顺风能上风电类业务成本拆分	18

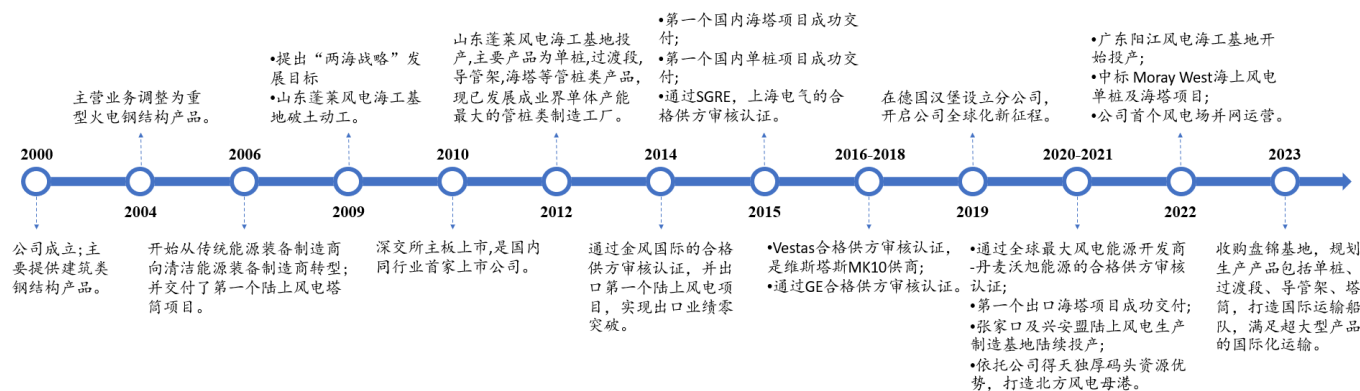
图表 37:	中国、德国中厚板价格对比.....	18
图表 38:	2018-2024H1 公司海外业务情况 (亿元)	19
图表 39:	大金重工海工出海订单	20
图表 40:	国内企业欧盟反倾销税	20
图表 41:	大金重工海风基地介绍	21
图表 42:	公司自建船规模.....	22
图表 43:	公司自建船队优势.....	22
图表 44:	公司发电业务收入及毛利率 (亿元)	23
图表 45:	公司业绩拆分预测 (亿元)	24
图表 46:	大金重工 PE/PB band 估值图 (截至 2025 年 4 月 9 日收盘价)	24

一、大金重工：国内奔赴欧洲海风市场桩基先驱

1.1 深根风电桩基&塔筒，2024H1 海外收入已过半

深根风电桩基&塔筒，对欧市场顺利打开，自造船只再提升整体竞争力。公司创立于 2000 年，2010 年在深交所主板上市，是国内风电塔筒行业的首家上市公司。公司主要从事风电板块塔筒、管桩、导管架、浮式基础、过渡段等风电产品生产及销售。公司已经稳居全球风电装备制造产业先驱梯队，是国内首家出口欧洲海塔（14.7MW 级）、亚洲首家出口欧洲超大型单桩（14.7MW 级）风电海工装备制造企业。目前公司正在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。

图表1：大金重工发展历程



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

公司当前产品以海上风电基础&塔筒为主，已经成功打开欧洲高端市场。2023 年以来，公司坚定实施“新两海”战略，成效显著，海外海工产品成为驱动公司盈利能力提升核心动力，尤其在进入壁垒强、附加值高的欧洲海上风电市场，公司业务突飞猛进，2023 年在欧洲市场取得订单份额位居前列，跻身成为全球海风装备一流供应商，与多家全球头部能源开发商签订海工项目订单，收获了良好的国际品牌信誉。以此为带动，公司在日韩、北美、东南亚等地的业务开拓进展顺利，项目覆盖面日益扩大。

图表2：公司主要产品



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

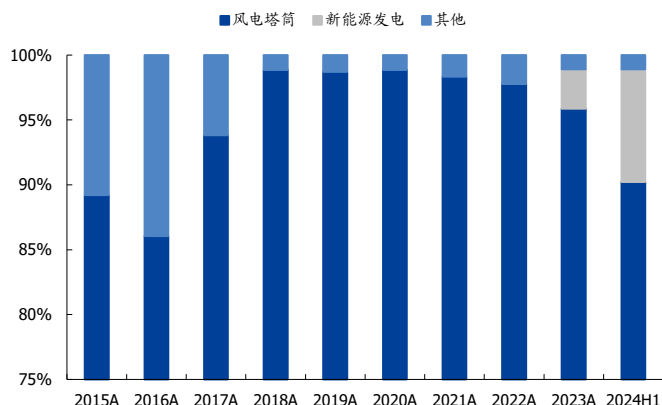
图表3: 公司五大主要产品介绍

产品名称	产品特点
塔筒	海上塔筒和陆上塔筒在风力涡轮机中起着支撑作用，并吸收机组振动。大金重工拥有 20 年塔筒制造生产经验，可以为客户提供高品质的产品及服务。
单桩	单桩是海上风机最常用的基础，由钢管桩构成，由桩腿插到海床以下实现固定，单桩上部通过法兰及螺栓与风电机组塔架连接，主要适用近海浅海海域。
导管架	导管架是一种空间桁架结构，用于海上支撑风力发电机组，一般按支撑腿数量分为三腿式和四腿式，按结构特点分为插桩式导管架和吸力筒式导管架，导管架桩腿通过灌浆的方式来实现与海床的连接固定，多用于近海与深远海之间的过渡海域。
浮式基础	未来风电场正逐渐向深远海发展，尤其是欧洲风电市场。浮式基础利用锚固系统将浮体结构锚定于海床，并作为安装风电机组的基础平台。特别适用于水深 50m 以上的海域，具有成本较低、运输方便的优点。大金重工正在探索浮式基础的工艺研发制造，并配备专业的国际运输船队。
过渡段	过渡段主要应用于国外海上风电项目，主要由主体钢管、内外平台、爬梯、靠泊系统等组成，通过法兰、螺栓连接单桩基础和风电机组塔架的过渡部分，用于实现海上船舶靠泊及风电运维功能。

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

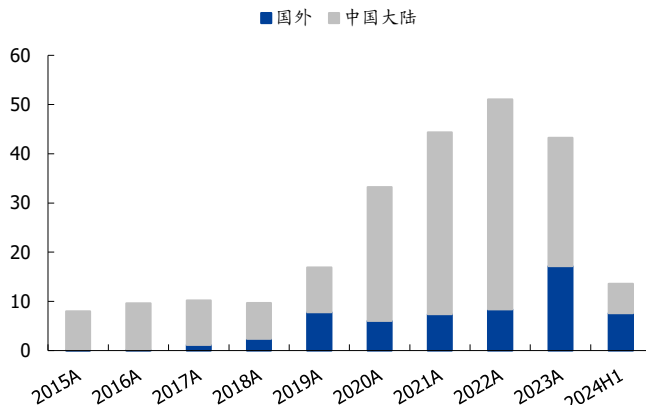
公司出口海风 2023 年开启批量交付，当前海外营收占比已过半。公司早在 2019 年布局海外市场，至 2023 年实现批量交付近 10 万吨，同比增长超过 4000%，出海进程加速。2024 年上半年，公司出口产品贡献收入占比过半，达 56%，比 2023 年增长 16pcts。

图表4: 2015-2024H1 公司产品结构



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 2015-2024H1 公司国内外收入占比 (亿元)

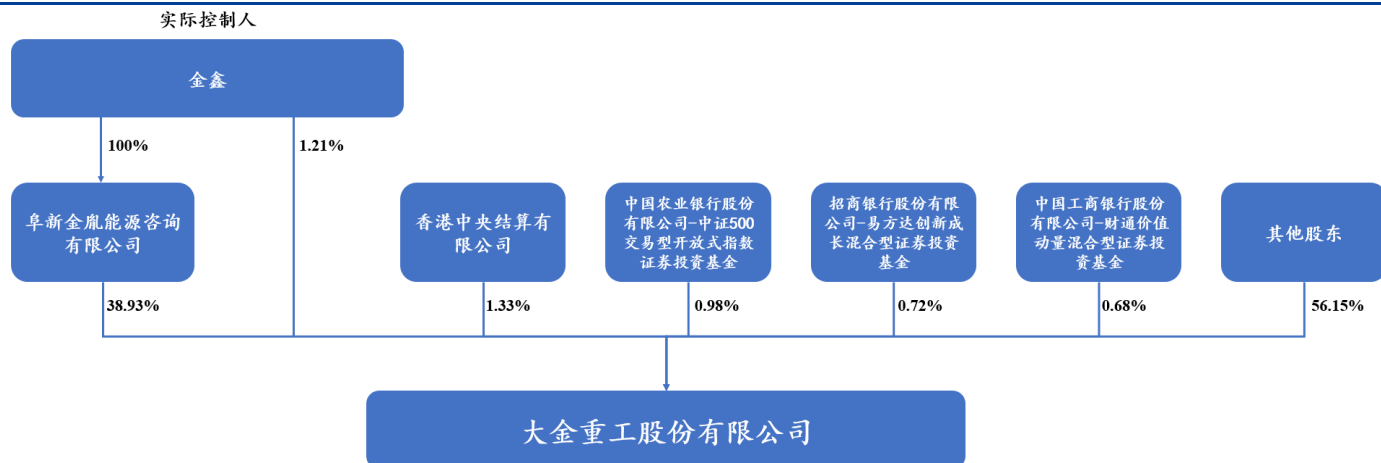


资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 股权架构清晰，管理层经验丰富

股权集中程度高、结构稳定，董事长深耕风电领域。截至 2024 年三季报，公司董事长金鑫通过阜新金胤能源咨询有限公司间接持有公司 38.93% 股份，自身直接持有 1.21%，合计持股约为 40.14%，为公司实际控制人。

图表6: 大金重工公司股权结构 (截至 2024 年三季报)



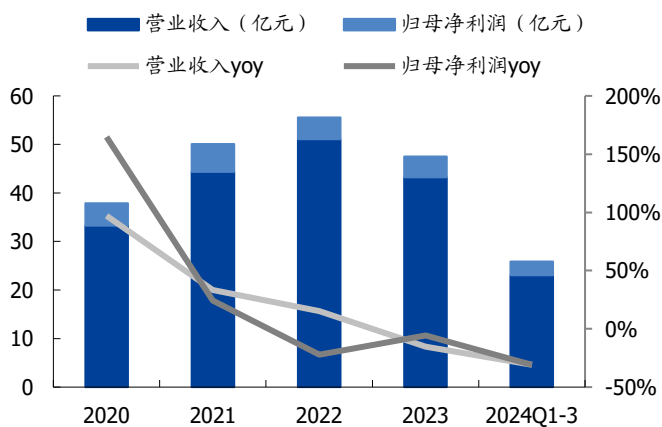
资料来源: wind、国盛证券研究所

1.3 海外海风收入结构改善, 支撑公司盈利水平提升

公司 2020-2021 年收入、归母净利润正增, 但 2022 年公司收入正增、归母净利润下滑, 主要是公司此时海外市场未规模出货, 但国内市场价格竞争日趋激烈, 叠加同期钢铁原材料价格也位于高位, 盈利水平有所影响, 毛/净利率处于较低水平。

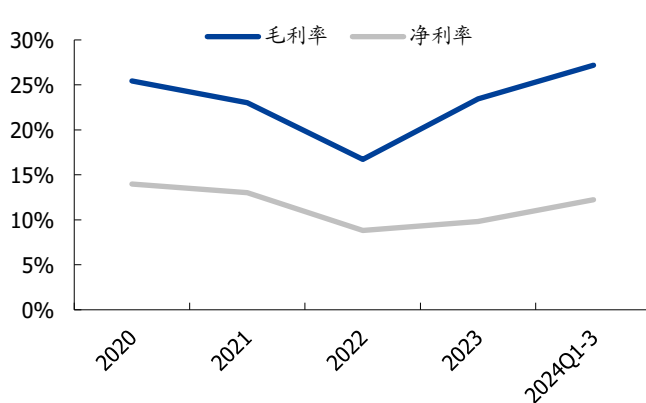
2023 年开始, 海外海风产品收入占比提升, 支撑毛、净利率提升。2023 年公司主动降低收益率低、回款条件差的陆上风塔规模, 进而导致营收同比-15.30%, 但 2023 年海外产品实现收入达 17.15 亿元, 同比+104.63%, 带动公司总体毛、净利率均实现提升, 相较于 2022 年, 公司毛/净利率同比+6.72/1.01pct。2024 年前三季度受到国内海风开工缓慢影响, 营收同比-30.81%, 但公司产品交付结构改善, 2024H1 公司海外收入占比超 50%, 带动公司毛、净利率较 2023 年提升 3.73/2.4pct。

图表7: 公司年度收入、归母净利润及同比增速



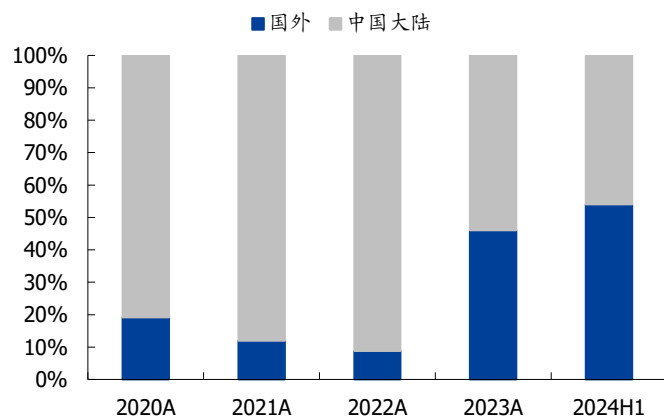
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司年度毛利率及净利率情况



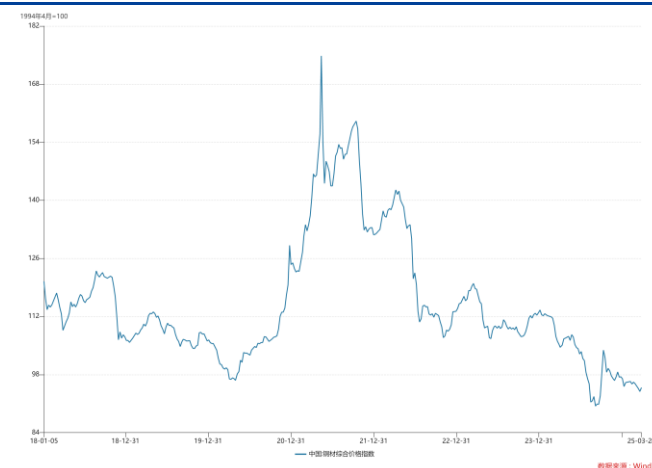
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司国内外毛利润占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

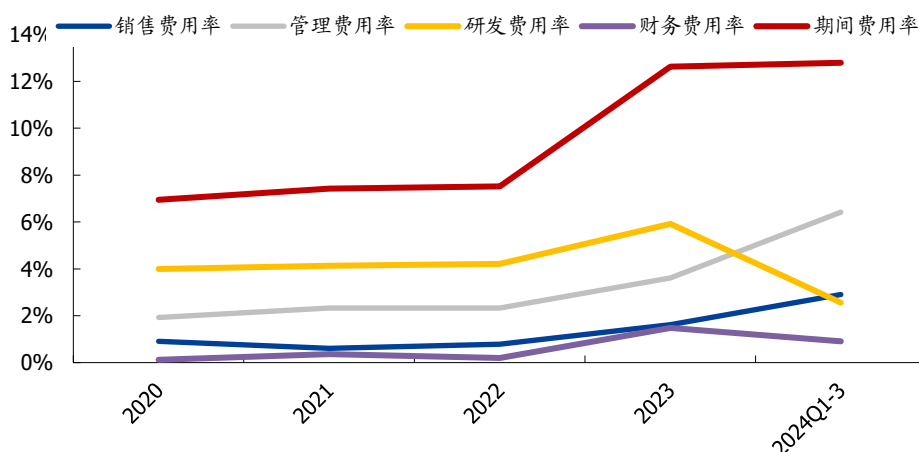
图表10: 2022 年钢材价格处于历史高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司海外业务扩张，带动各项费用率上升。总体上看，2023 年公司的各项费用率相比 2022 年均有所提高，2024 前三季度期间费用率与 2023 比小幅上涨，主要是 2023 年以来，公司因海外风电业务扩张，导致销售、管理费用增加。2023 年公司财务费用因汇率波动导致汇兑损益，2023 年因公司正在积极布局未来的“第三增长曲线”，与国际头部浮式基础解决方案提供商合作，积极研发下一代浮式基础产品，研发费用率较高达 5.9%。

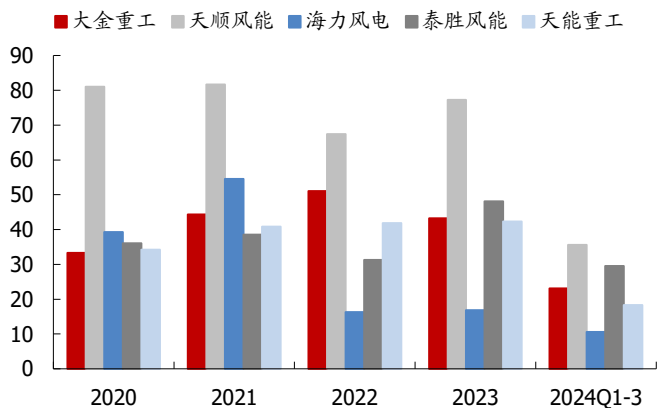
图表11: 公司各项费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

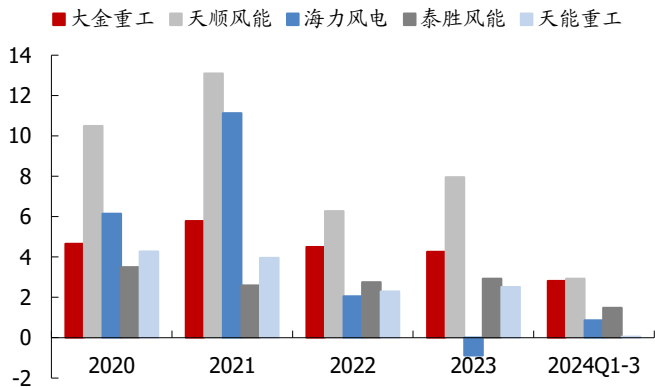
营业收入位于行业中游，净利率处于领先地位。与同行业其他四家同做风电塔筒&桩基的企业对比，公司营业水平处于行业中游水平，主要是公司当前营业收入 80%以上仍由制造业贡献，公司电站发电业务当前贡献规模较小；公司当前整体毛利率、净利率更高，归母净利润名列前茅。

图表12: 公司与同行业营业收入对比 (单位: 亿元)



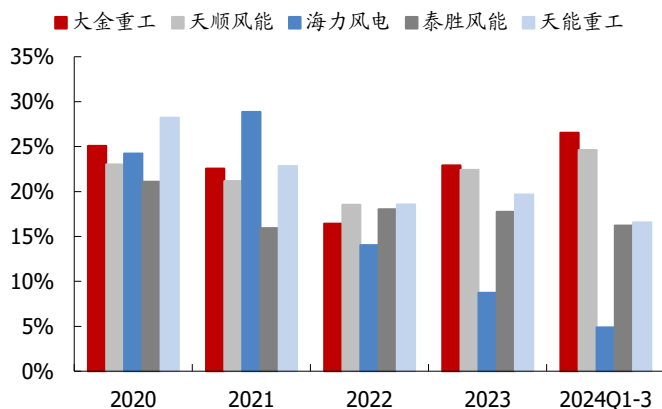
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 公司与同行业净利润对比 (单位: 亿元)



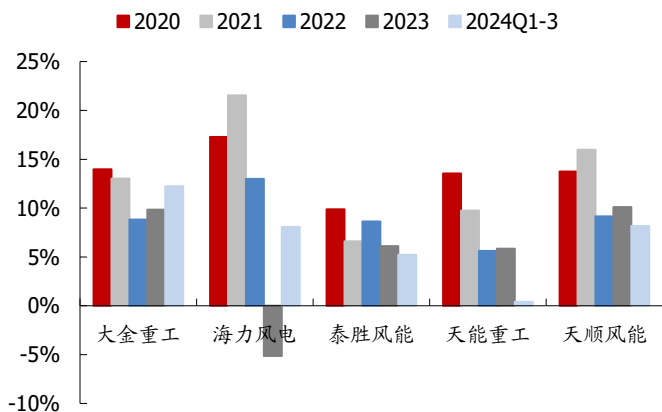
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 公司与同行业毛利率对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

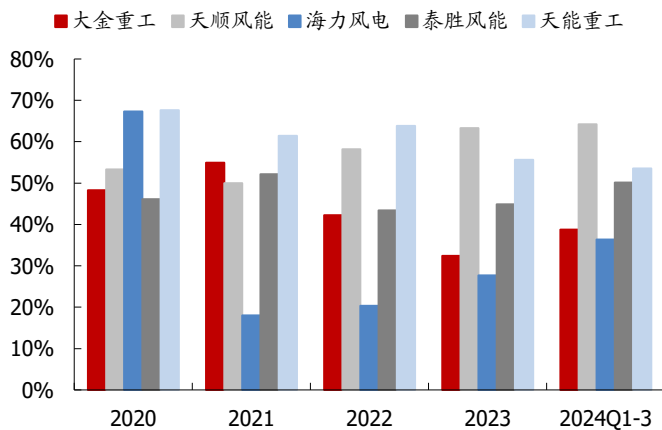
图表15: 公司与同行业净利率对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

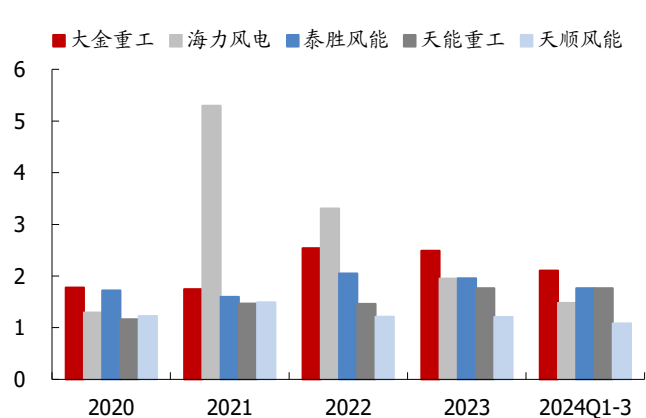
公司资产负债率较低, 偿债能力良好。从长期偿债指标来看, 2020 年-2024 前三季度公司资产负债率从 48.3% 下降到 38.8%, 处于行业较低水平。从短期偿债指标来看, 2020 年-2024 前三季度公司流动比率从 1.8% 上升到 2.1%, 高于其他四家可比公司。

图表16: 公司与同行业资产负债率对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表17: 公司与同行业流动比率对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、全球海风景气周期共振，桩基龙头受益“双海”发展

2.1 海外海风迎来景气度上行阶段，欧洲桩基产能紧缺

欧洲海风规划较大，政策持续刺激。2023 年年初，欧盟成员国更新了海上风电装机容量目标：到 2030 年装机约 111GW，到 2050 年增至 317GW；相较于欧盟委员会于 2020 年 11 月在“海上可再生能源战略”(Offshore Renewable Energy Strategy)中确定的目标——2030 年至少 60GW，2050 年达到 300GW，分别上升了 85%和 6%。

图表18：欧洲海上风电装机目标

单位：GW	2007	2030	2035	2040	2045	2050
欧盟		≥60				≥300
英国		50				
德国		30	40		≥70	
荷兰		22.2		50		70
丹麦		12.9				
比利时		5.7				
法国			18			40
波兰	10.9*					
挪威				30		
爱尔兰		7				30
西班牙		3				
希腊		2				
葡萄牙		10				
埃斯比约宣言		≥65				≥150
马林堡宣言		19.6				
奥斯坦德		120				300

资料来源：GWEC，国盛证券研究所

英国多次启动补贴政策，海风有望持续加速。据英国规划至 2030 年，清洁能源行动计划所需的目标装机容量为 43 至 50GW，截至 2024 年底，英国累计装机海上风电 14.7GW，则 2025-2030 年年均至少装机 5.9GW 才能完成目标。当前英国针对海上风电，提出①上调海上风电差价合约（CfD）中的最高执行价格、给予第六轮海上风电 11 亿欧元预算空间；②“清洁产业奖金”的激励计划，给予 2025 年中标者每 GW 海上风电项目 2700 万英镑初始资金，以加速海上风电项目的建设；以上政策有望加速英国海上风电的建设。

欧盟 2024 年以来 6 次降息、原材料成本下行，叠加能源转型目标值提升、电价上行等因素有望驱动欧洲海风装机高增。

欧洲进入降息周期，欧洲海风建设有望加速。近两年欧洲海上风电的建设速度已经减缓，有些国家甚至停滞不前，这主要是由于脱欧、俄乌冲突导致的通货膨胀与供应链成本上升，这大大提高了海上风电的全生命周期成本(LCOE)，部分项目涨幅可达 40%。自 2024 年以来欧洲进入降息周期，欧洲海风建设成本有望下降：

- 第一次：6 月 6 日，将三大利率均下调 25 个基点，将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别下调至 4.25%、4.50%和 3.75%。
- 第二次：9 月 12 日，存款机制利率再降息 25 个基点至 3.5%，再融资利率、边际借贷利率分别下调 60 个基点，分别至 3.65%和 3.9%。
- 第三次：10 月 17 日，将三大利率均下调 25 个基点，再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别下调至 3.4%、3.65%和 3.25%。
- 第四次：12 月 12 日，将三大关键利率均下调 25 个基点，存款机制利率、边际贷款利率、再融资利率分别下调至 3.00%、3.40%、3.15%。

- 第五次：2025 年 1 月 30 日，欧洲央行决定将欧元区三大关键利率再次下调 25 个基点。存款机制利率降为 2.75%，主要再融资利率降为 2.90%，边际借贷利率降为 3.15%。
- 第六次：2025 年 3 月 6 日，欧洲中央银行宣布，将欧元区三大关键利率分别下调 25 个基点。自 2025 年 3 月 12 日起，欧元区存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率将分别降至 2.50%、2.65%和 2.90%。

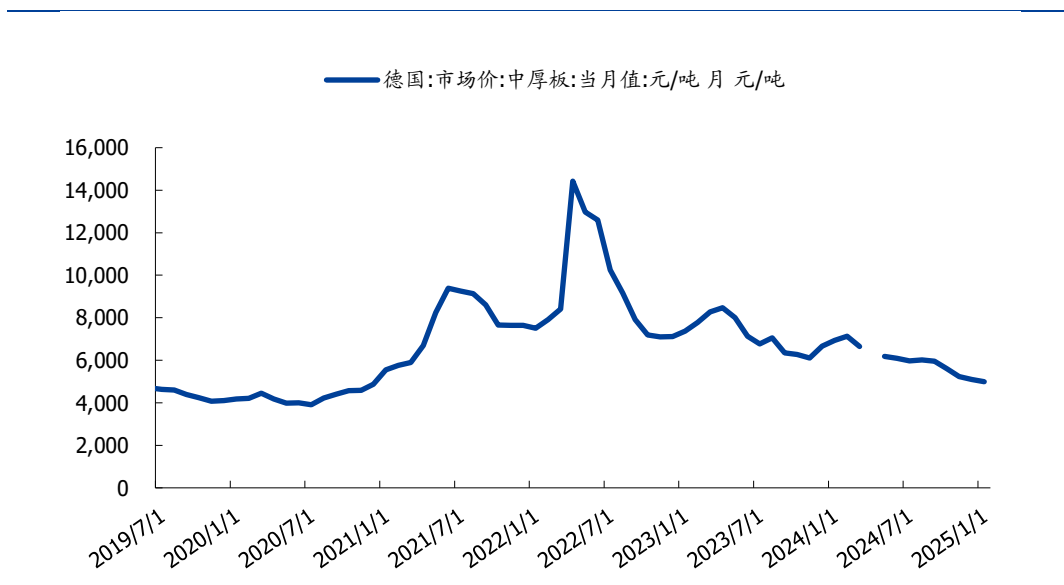
图表19: 2024 年以来欧盟降息梳理

时间	下降幅度	再融资利率	边际借贷利率	存款机制利率
2024 年 6 月 6 日	三大利率均下调 25 个基点	4.25%	4.50%	3.75%
2024 年 9 月 12 日	存款机制利率下调 25 个基点，其余下调 60 个基点	3.65%	3.9%	3.5%
2024 年 10 月 17 日	三大利率均下调 25 个基点	3.4%	3.65%	3.25%
2024 年 12 月 12 日	三大利率均下调 25 个基点	3.15%	3.40%	3.00%
2025 年 1 月 30 日	三大利率均下调 25 个基点	2.9%	3.15%	2.75%
2025 年 3 月 6 日	三大利率均下调 25 个基点	2.65%	2.90%	2.50%

资料来源：央广网，央视网，上海证券报，中华人民共和国商务部，人民网，新浪新闻，国盛证券研究所

风电原材料价格下行，欧洲风电成本端压力减轻。以管桩主要原材料中厚板为主，2025 年 1 月德国中厚板价格下降到 4990 元/吨，已经回到 2020 年 12 月初的价格水平。

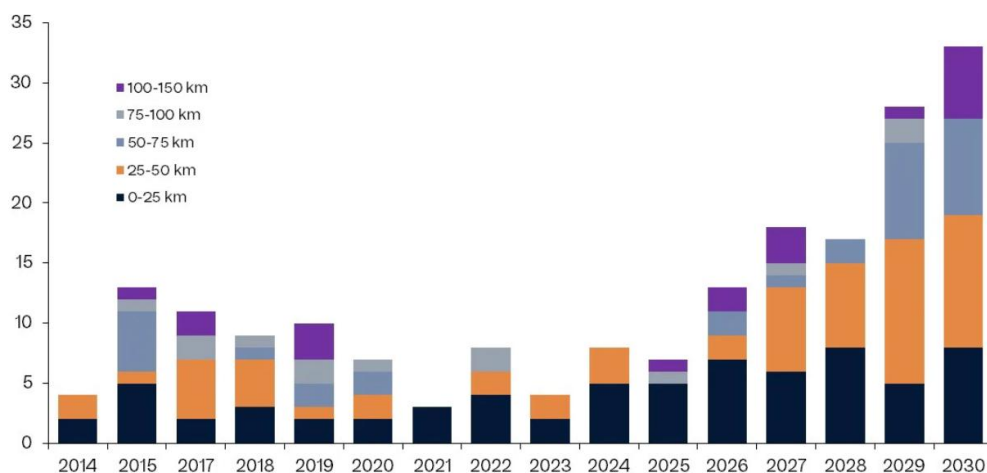
图表20: 德国中厚板市场价



资料来源：ifind，国盛证券研究所

配套变电站投资提速，电网基础设施助力海风开发。海风开发需要可靠的基础设施将产生的电力带到陆上并进入电网。因此，海上变电站需求高增，尤其是在海风资源丰富的欧洲地区。RystadEnergy 研究显示，仅 2024 年，欧洲就将安装 8 个新的海上变电站，是 2023 年的 2 倍；预期 2024 年至 2030 年期间总计耗资约 180 亿美元，安装 120 个，年均达 20 个。

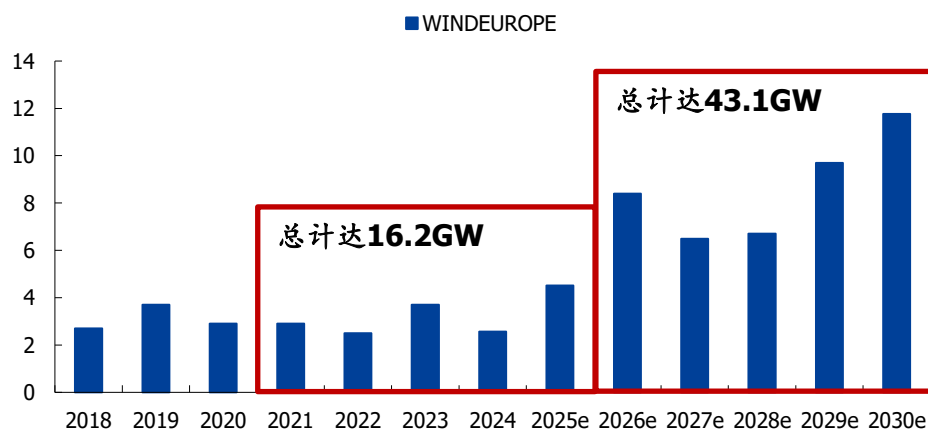
图表21: 欧洲海上变电站的增加 (按离岸距离划分) 单位: 个



资料来源: Rystad Energy, 国盛证券研究所

中长期看, 欧洲海风实现倍增。据 WindEurope 数据, 拉长时间维度看, 十五五期间, 欧洲海风预计总计装机 43.1GW, 十四五期间预计总计达 16.2GW, 十五五期间为十四五的约 1.66 倍。

图表22: 2018-2030E 欧洲海上风电装机情况(GW)

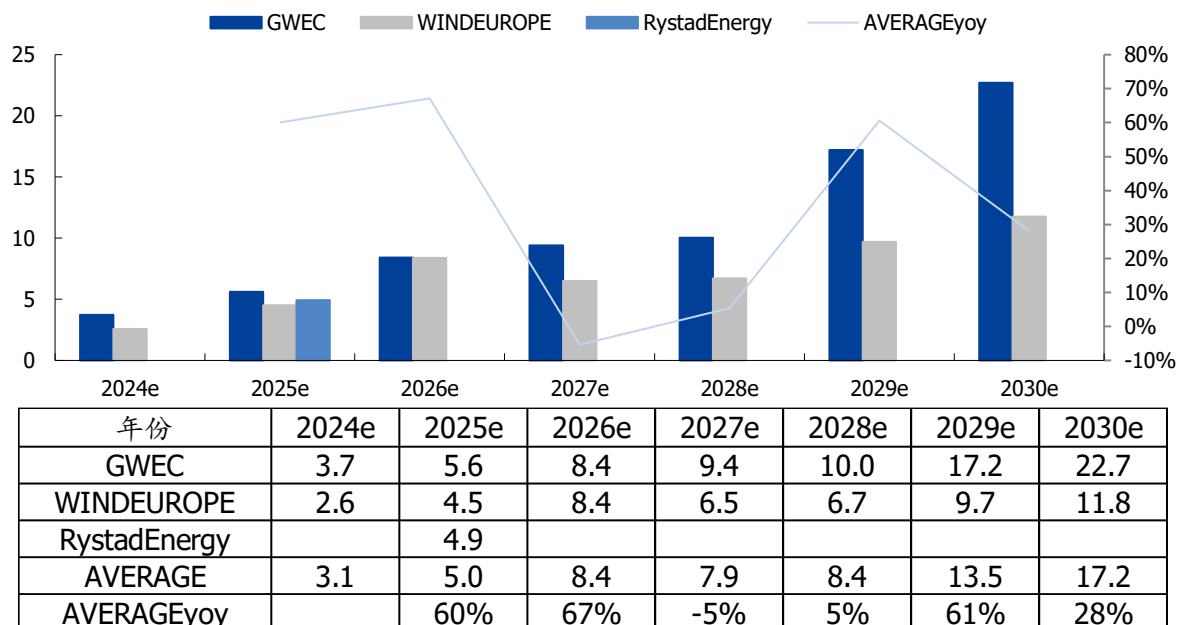


资料来源: WindEurope, 国盛证券研究所

2025/2026 年欧洲海风装机增速最高。我们根据现有 WindEurope、GWEC、RystadEnergy 三家机构预测数据, 得到 2025、2026 年欧洲海风装机预测平均值达 5/8.4GW, 同比+60%/67%。

- WindEurope: 根据其预测, 2024/2025/2026 年欧洲新增海风装机约 2.6/4.5/8.4GW, 2025-2030 年 CAGR 为 21%, 预期到 2029 年, 欧洲海风装机近 10GW。
- GWEC: 根据其预测, 2025-2030 年欧洲海上风电新增装机 CAGR 将为 32%, 其中 2024/2025/2026 年欧洲海上风电新增装机有望达到 3.7/5.6/8.4GW。
- RystadEnergy: 据其预测, 2025 年全球海风新增 19GW, 其中欧洲约 4.9GW。

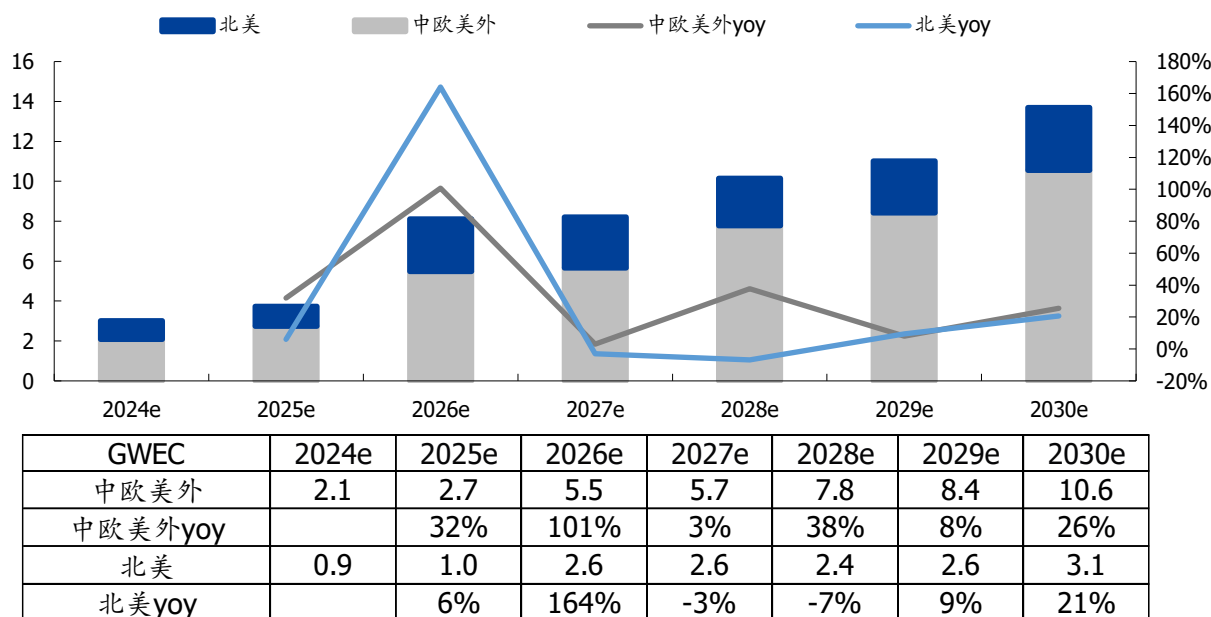
图表23: 2023-2030 年欧洲海上风电装机量及预测值 (GW)



资料来源: WindEurope, GWEC, RystadEnergy, 国盛证券研究所

2025/2026 年中欧美外市场，海风亦装机高增。据 GWEC 预测，中欧美外海上风电市场，2025 年/2026 年海上风电新增装机达 2.7/5.5GW，同比+32%/101%。

图表24: GWEC 预测，2023-2030 年中欧美市场外、北美海上风电装机量及预测值 (GW)



资料来源: GWEC, 国盛证券研究所

欧洲固定式海风桩基或将于 2027 左右出现供需缺口。

- 据 GWEC 统计，预计 2026 年全球新增海风桩基 2660 套，其中欧洲 760 套，占 28.6%。据 GWEC 预测，欧洲海风桩基或于 2026 年出现供需缺口。
- 据 Rystad Energy 预测，到 2027 年，从吨位的角度来看，预计需求将超过宣布的单桩制造供应，且到 2030 年桩基需或超 300 万吨。
- 据 SIF 预测，将大金重工等中国企业产能加上，欧洲 2028 年桩基仍将供不应求。

图表25: 据 GWEC 预测, 欧洲海风桩基或于 2026 年出现供需缺口 (单位: 套)

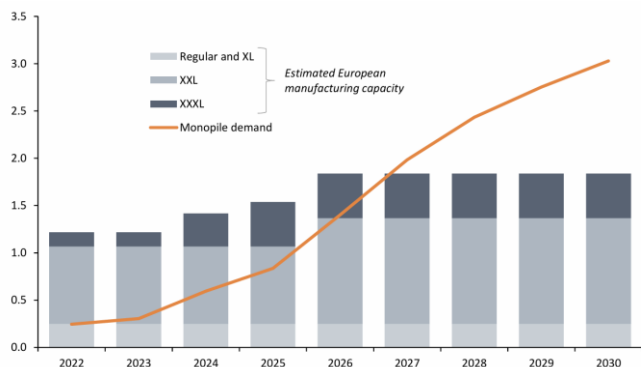
	Offshore wind tower demand vs. supply analysis, 2023-2030 (units)							
	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Europe	520	559	559	760	761	1147	1436	1821
China	869	1,263	1,436	1,364	1,250	1,154	1,071	1,000
India	0	0	0	2	0	34	34	68
APAC ex. China & India	241	231	263	240	265	334	363	422
North America	42	74	194	234	339	308	306	302
LATAM	0	0	0	0	0	0	0	108
Africa & ME	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	1692	1827	2452	2660	2635	2977	3210	3721

Source: GWEC Market Intelligence, CWFA, Brinkmann, September 2023

● Sufficient ● Potential bottleneck

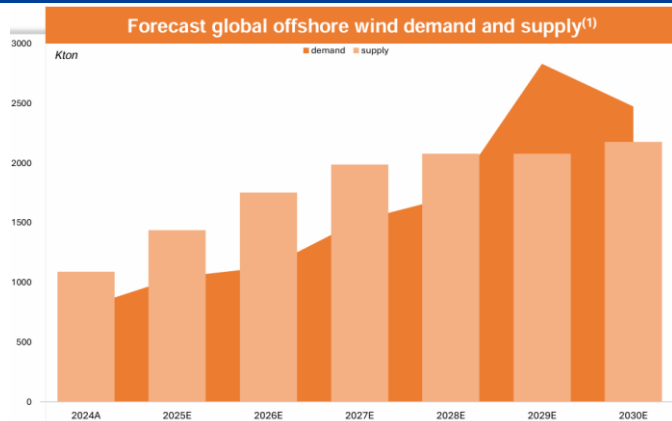
资料来源: GWEC, 国盛证券研究所

图表26: 据 Rystad Energy 预测 2027 年, 从吨位角度看单桩供需紧张



资料来源: Rystad Energy, 国盛证券研究所

图表27: 据 SIF 预测, 欧洲 2028 年桩基将供不应求



资料来源: SIF, 国盛证券研究所

2.2 国内市场: 用海问题肃清, 海风加速建设

用海问题解决, 2025 年起我国海上风电有望起量。江苏、广东问题背后本质是海风建设用海问题得不到解决, 从而影响全局海风的建设。2024 年, 江苏、广东用海问题得到解决, 后续海上风机建设将步入规范化流程, 预期 2025-2026 年当前海上风电项目密集并网。

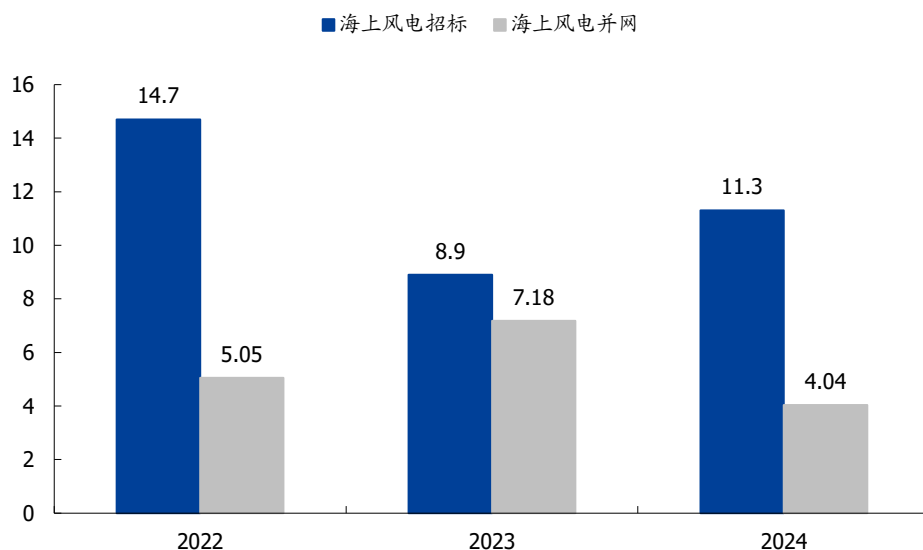
图表28: 江苏、广东项目最新进展

省份	项目名	功率规模 (MW)	最新进展
广东省	阳江青洲五海上风电项目	1000	2025年2月塔筒项目顺利开工
	阳江青洲七海上风电项目	1000	2025年2月发布66kV集电线路海缆中标公告
	阳江青洲六海上风电项目	1000	2025年2月项目已完工
	阳江帆石一海上风电项目	1000	2025年2月进入全面施工
	阳江帆石二海上风电项目	1000	3月11日公布EPC总承包项目中标公告
江苏省	国能龙源射阳100万千瓦海上风电项目	1000	2024年7月环评已通过
	三峡能源江苏大丰800MW海上风电项目	800	2025年2月28日一标段风机基础及安装施工启动
	江苏国信大丰85万千瓦海上风电项目	850	2025年3月12日首台风机吊装, 全面开工建设

资料来源: 三峡能源公司公告, 龙船风电网, 广东省生态环境厅, 江苏省发展改革委, 江苏新能公司公告, 江苏省人民政府, 中国电建, 海洋能源网, 盐城市生态环境局, 中国电力网, 国盛证券研究所

海上风电招标量充足, 对 2025 年建设有支撑量。① 历年看, 海上风电装机需求提前 2 年招标。② 2024 年我国海上风电招标量已经达到 11.3GW, 海上风电在 2022 年有一波量级较高的招标, 但 2023-2024 年装机并没有高增, 2025 年的海上风电装机项目由 2022-2024 年已招标中项目未装机的项目进行支撑; 2022-2024 年海上风电总计招标达 34.9GW, 装机达 16.3GW, 存在 18.6GW 建设缺口。

图表29: 2022-2024 年, 每年海上风电招标量及海上装机量情况 (GW)



资料来源: 金风科技公告, 金风科技官网, 北极星太阳能光伏网, 北极星风力发电网, 国家能源局, 国盛证券研究所

国内海风核准储备丰富, 足以支撑 2026 年建设量。

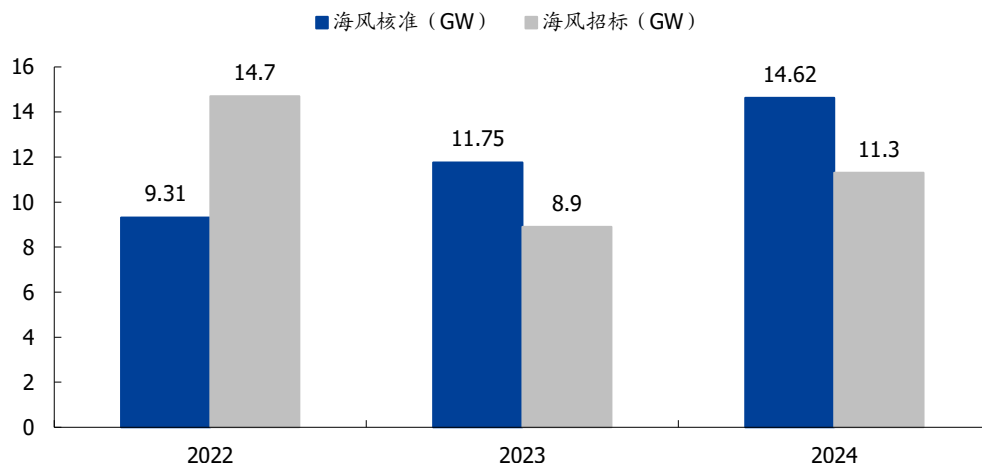
- 江苏、广东海上风电迎来边际改善, 预期未来海上风电节奏为: 竞配-核准-招标-用海权-开工许可。
- 预期 2024 年核准项目将在 2025 年招标、2026 年开工, 因此 2026 年海上风电需求指引可参考 2024 年核准情况。截至 2024 年 12 月 3 日, 据每日风电数据, 当前海上风电处于核准状态约 43GW, 预期将在 2025 年陆续招标。2025 年上半年有望迎来招标密集启动。

图表30: 海上风电核准量情况

序号	省市	项目数	项目总容量 (MW)	竞配项目数	竞配容量 (MW)	前期项目数	前期容量 (MW)	核准项目数	核准容量 (MW)	在建项目数	在建容量 (MW)	全容量并网项目数	全容量并网容量 (MW)
1	广东省	87	60331.5	15	16000	1	250	28	24748.6	12	8304	31	11028.9
2	江苏省	60	14514.75	0	0	1	100	4	800	7	1856.5	48	11758.25
3	浙江省	39	14730	0	0	1	800	18	7352	8	3226	12	3352
4	福建省	40	14928.9	5	2400	6	3410	9	3741	3	1550	17	3827.9
5	山东省	28	14865.2	0	0	8	5634	3	1603.5	7	3717.5	10	3910.2
6	上海市	19	7774.9	10	6600	1	200	0	0	1	306	7	668.9
7	海南省	12	8918.25	0	0	2	1205	1	6	8	7700	1	7.25
8	辽宁省	9	3897.6	0	0	1	1000	2	1400	1	250	5	1247.6
9	广西壮族自治区	6	2700	0	0	3	1100	2	900	1	700	0	0
10	河北省	9	3104	0	0	1	200	6	2300	1	304	1	300
11	天津市	3	336	0	0	0	0	2	246	0	0	1	90
总数		312	146101.1	30	25000	25	13899	75	43097.1	49	27914	133	36191

资料来源: 每日风电, 国盛证券研究所

图表31: 2022-2024 年海风核准及招标情况



资料来源: 风芒能源, 金风科技公告, 金风科技官网, 风电头条, 国盛证券研究所

国内海风展望十五五中后期: 核心看深远海规划落地节奏。截至 2025 年 3 月 28 日, 据我们统计已经出台的深远海规划约 81GW, 此外, 如辽宁省在 2024 年 12 月发布《辽宁省 2024 年度海上风电建设方案 (征求意见稿) 》, 方案指出, 总体规模省管海域海上风电总规模 7GW。因此十五五海上风电不仅仅包括国管项目, 还有部分省管项目, 十五五海上风电需求空间打开。

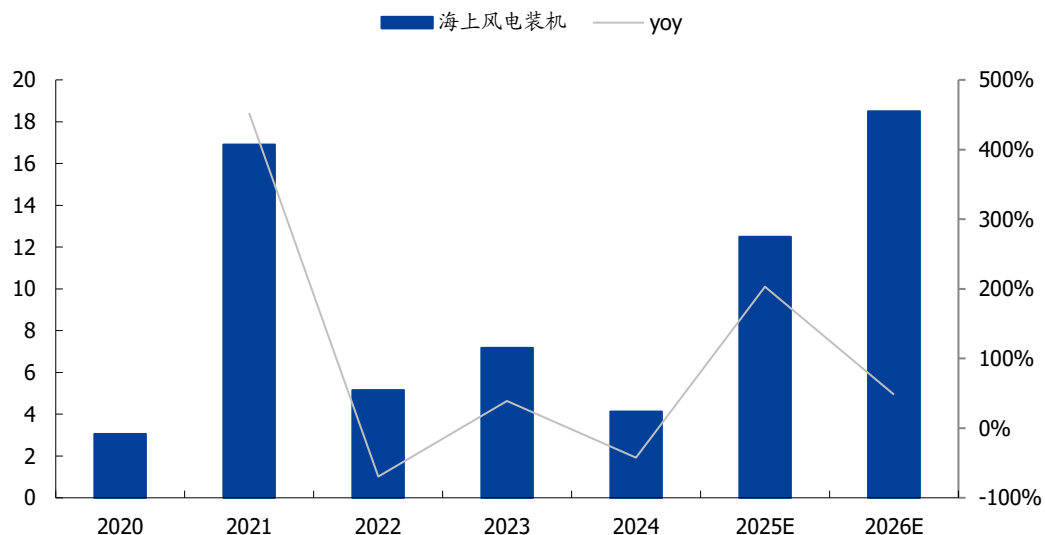
图表32: 深远海规划统计 (截至 2025 年 3 月 28 日)

地区	项目	规模 (GW)
广东	广东省 2023 年海上风电项目竞争配置工作方案	16
广西	广西深远海海上风电规划 L 场址、M 场址、N 场址、P 场址	13.4
上海	上海市深远海风电规划 29.30GW	29.3
江苏	江苏省深远海海上风电场址 Z1、Z10、Z25、Z26、Z28	5.8
海南	中电建海南万宁百万千瓦漂浮式海上风电项目	1
浙江	海上风电规划国管海风 8GW	8
福建	十四五第二批竞配 (已经落地, 等待开标)	2.4
河北	“十四五”海上风电规划国管海风 5.5GW	5.5
总计		81.4

资料来源: 北极星风力发电网, 龙船风电网, 海南省人民政府, 采招网, 风芒能源, 天顺风能公告, 国盛证券研究所

2025-2026 年国内海上风电装机高增。据 CWEA 预测, 2025 年中国海上风电装机达 10-15GW, 2026 年达 15-20GW, 2024-2026 年 CAGR 达 112%。

图表33: 2020-2026E 海上风电装机量 (GW)



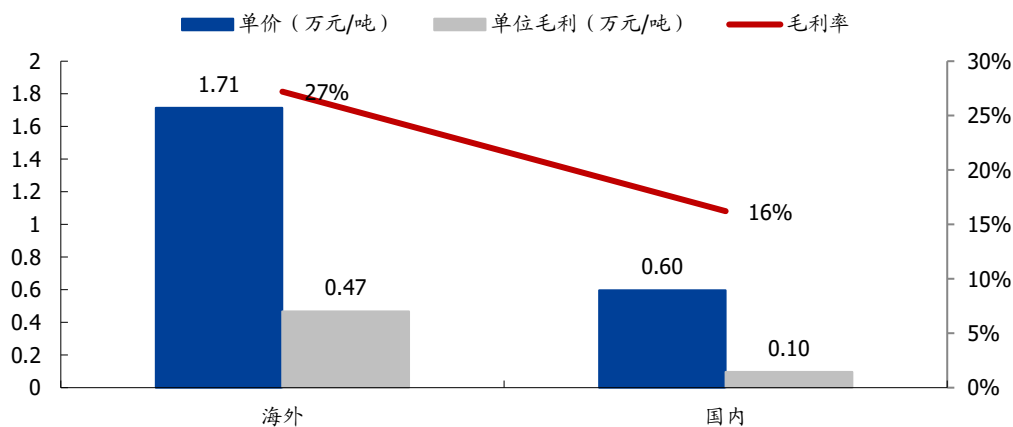
资料来源: CWEA, 国际风力发电网, 国际能源网, 国家能源局, 北极星风力发电网, 风芒能源, 国盛证券研究所
备注: 2025-2026 取 CWEA 预测中位值

2.3 欧洲塔&桩单位盈利远超国内，出海可助力盈利提升

海外塔&桩价、利水平远超国内市场。参考大金重工 2023 年国内外销售情况，计算出：

- 价格：2023 年大金重工国内市场销售均价约 0.6 万元/吨，海外市场价格约 1.71 万元/吨，海外价格约为国内 2.88 倍水平。
- 单位毛利：2023 年大金重工国内单吨毛利 0.1 万元/吨，海外市场单吨毛利约 0.47 万元/吨，海外约为国内 4.82 倍水平。
- 毛利率：2023 年大金重工国内毛利率 16%，海外市场毛利率 27%，海外高出国内 11pcts。

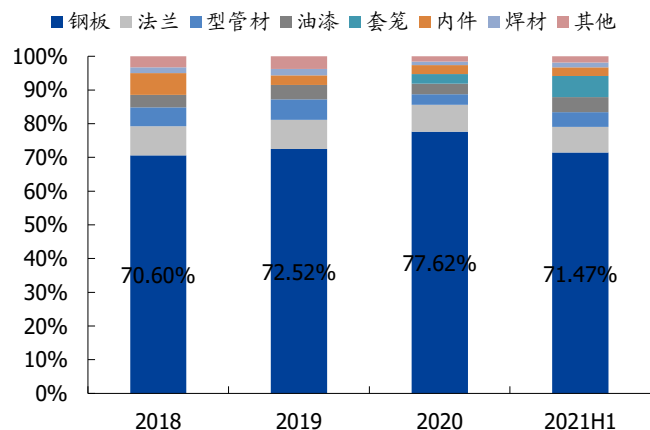
图表34: 大金重工国内外塔&桩单价、单位毛利、毛利率对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

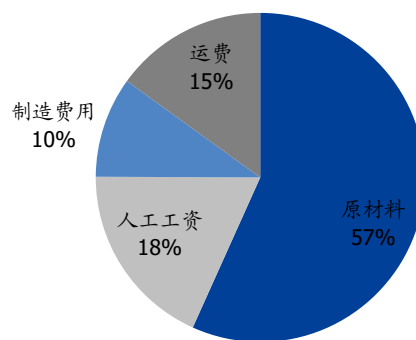
海风基础属于定制化钢结构产品，钢材成本占比高。塔筒、管桩及导管架等都是非标准、定制化产品，同类产品间差异亦较大。据天顺风能 2023 年年报，海上风电类桩基直接原材料成本占比约 57%。据海力风电披露，钢材为其中主要原材料，成本占比原材料超 70%，而一般在签订订单合同到采购原材料之间存在钢材价格风险敞口，因此钢材价格波动对海风基础盈利存在较大影响。

图表35: 海力风电原材料成本拆分



资料来源: 海力风电公司公告, 国盛证券研究所

图表36: 2023 年天顺风能上风电类业务成本拆分

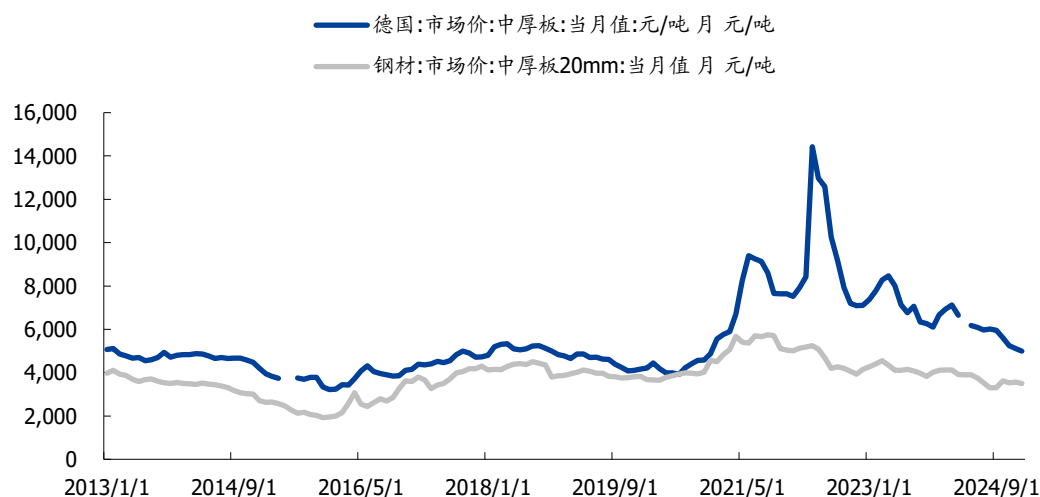


资料来源: 天顺风能公司公告, 国盛证券研究所

海风基础价格选用成本加成模式, 且一单一价, 长期看盈利性可控。风电塔筒通常由风电设备整机厂商和风电场投资运营商进行采购; 而管桩及导管架通常由大型风电场施工商采购, 少数情况下上述风电产品会由风电场投资运营商直接进行采购。海风基础环节是上游议价、下游随价能力的行业, 为避免海风基础 2-3 月合同敞口期内钢材价格波动对单个合同盈利性带来大幅变动, 一般企业都会提前预判钢材价格走势。除此之外, 海风基础合同多为一单一价, 因此签订下一个订单时可实时按照钢材市场价格调整签订结构, 长期看盈利性可控。

海外钢材价格高, 国内成本占优, 基础出口盈利空间大。钢材占管桩原材料成本 70%+, 自 2021 年开始我国、欧盟、美国中厚板价格出现分歧, 截至 2025 年 1 月, 德国厚板价格为 4990 元/吨、中国 3494 元/吨, 德国中厚板价格是中国的 1.43 倍。2020 年至今, 中国、德国中厚板价格差最大可超 9000 元/吨, 国内外中厚板差距大, 相比之下, 中国海风基础更具竞争优势, 促进海风基础出海。

图表37: 中国、德国中厚板价格对比



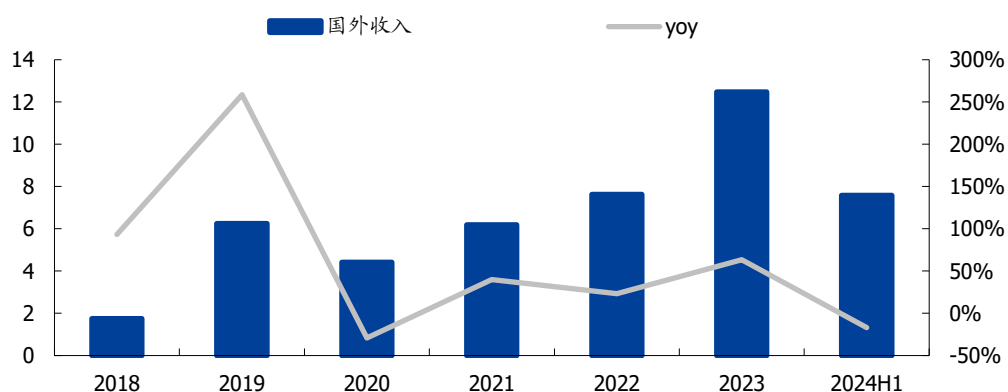
资料来源: ifind, 国盛证券研究所

三、当前国内唯一获得欧洲海风桩基订单企业，先发优势足

欧洲市场拓展难，需要较长的验证周期。大金重工自 2017 年成为 Vestas 和 Gamesa 的合格供应商以来，2022 年才正式中标欧洲 MorayWest 海上风电项目，总计 6 年时间才正式落地项目订单；进入欧洲市场需要较长验证周期，对制造工艺、工厂设备、码头资质各方面要求均较高，欧洲海风进入壁垒高。公司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。

公司是现阶段国内唯一一家实现欧洲海风批量交付企业。公司自 2019 年公司开拓欧洲海风桩基市场，直至 2023 年，公司迎来了海工规模化出口元年，全年向欧洲累计发运海上风电海工产品合计近 10 万吨，同比提升 4000%+，制造并交付了目前全球海上风电最大单桩：最大直径 10 米、最大单重 2014 吨、最大板厚 115 毫米，实现了欧洲海风密集交付，成功打开欧洲市场。

图表38: 2018-2024H1 公司海外业务情况（亿元）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

欧洲海风在手订单较多，未来 3 年订单有望持续高增。自 2022 年以来，公司中标多个欧洲/美国海上风电基础、塔筒项目，其中 MorayWest 海上风电单桩及海塔项目已于 2024 年全部交付，此项目是目前全球已交付最大规格的海上风电单桩产品。2023 年公司从欧洲市场累计拿下的海上风电单桩总量全球领先，总签单量相较 2022 年同比+50%，预计将在 2024-2026 年陆续交付到英国、法国、德国、丹麦、荷兰等国家和地区。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。

图表39: 大金重工海工出海订单

时间	产品	项目名称	国家/地区	订单详情	金额（亿欧元）
2022H1	单桩	MorayWest	英国	为 MorayWest 项目供应 48 套单桩	/
2022H1	过渡段	MorayWest	英国	为 MorayWest 项目供应 30 套过渡段	/
2022H1	单桩	Boskalis	美国	大型钢结构	/
2022 年 10 月	单桩	EoliennesenMerIlesd'YeuetdeNoirmoutierS.A.S	法国	为 NOY-IleD'YeuetNoirmoutier 提供 62 套单桩	1.228
2022 年 10 月	海塔	MorayWest	英国	为 UKMorayWest 海上风电海塔项目供应 12 套海上风电塔筒	
2022 年 11 月	海塔	DoggerBankB	英国	为 DoggerBankB 海上风电项目供应 41 套 Haliade-X 海上风电塔筒	0.73
2023 年 5 月	单桩	/	欧洲	为某欧洲能源开发企业承包商提供单桩产品	1.96
2023 年 12 月	单桩	NSC	欧洲	105 根单桩及附属结构	6.26
2023 年 12 月	单桩	北海地区某海上风电项目	欧洲	单桩	13 亿元
2024 年 4 月	/	/	欧洲	与欧洲某客户签署锁产协议。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	0.14
2024 年 9 月	单桩	波罗的海某海上风电	欧洲	10 根超大型单桩产品	0.46
2025 年 3 月	单桩	与欧洲某能源企业签署了《单桩基础制造、供应和运输合同》	欧洲	超大型单桩产品	9.86 亿元

资料来源：大金重工公司公告，国盛证券研究所

公司在欧洲的反倾销税率是行业最低。2021 年 12 月 16 日，欧盟委员会发布通知，决定对原产于中国的钢制风电塔筒作出反倾销肯定性终裁。决定对涉案产品征收反倾销税，大金重工反倾销税达 7.2%，为行业最低。

图表40: 国内企业欧盟反倾销税

中国制造商参考中文名	反倾销税
中船澄西船舶修造有限公司	7.50%
蓬莱大金海洋重工有限公司	7.20%
苏州天顺新能源科技有限公司	14.40%
其他合作企业	11.20%
其他企业	19.20%

资料来源：每日风电，国盛证券研究所

大型部件看重区位优势竞争，码头/港池突出区位优势竞争。考虑到目前海风基础单台重量提升，目前单桩和导管架重量在 1800-2000 吨左右，且二者体型大，所以运输难度加大、单吨运费提升。若布局较好位置的码头/港池及生产基地，可降低运输成本与难度。且处于各地发展对本地企业优势保护，大需求区域将优先在当地已经布局的企业发展。码头/港池可作为生产要素和运输要素提升区位优势。

全国风电码头资源稀缺，码头资源是核心竞争力。以通州湾新出海口主体港区为例，将沿海 4 个港口作业区整合为一个通州湾港区，2020 年开始建设，预计主港 2023 年才能开港运用，港口建设周期约 3 年，是限制管桩产能扩张重要原因之一。据中国交通运输部披露的数据，截至 2022 年底，全国港口万吨级及以上泊位 2751 个，10 万吨级别以上仅 478 个。

公司布局“蓬莱+唐山+盘锦”三大海工出口基地，覆盖“全球海工全系产品”。

- **蓬莱生产基地是全球最大单桩制造与出口基地，也是公司两海战略实施中心。**蓬莱大金港具备深水良港和对外开放口岸资质这两项稀缺条件，对于海上风电出口形成强壁垒。公司蓬莱海工基地作为全球单体产能最大的风电海工基地兼风电母港，也是现供应欧洲海上风电标准的全球最大单桩建造基地，拥有已投用对外开放泊位 3 个，包括 2 个 10 万吨级泊位，1 个 3.5 万吨级风电安装专用凹槽泊位，码头区域自然水深 10~16 米，是国内优质的深水码头。
- **盘锦造船，助力公司组建运输船队。**盘锦海工基地着力打造公司全球化物流体系，负责建造公司独创设计的超大型海上风电装备特种运输船，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。公司将在 2025 年陆续交付 2 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。
- **唐山曹妃甸基地服务深远海，**满足后续海外单桩订单和深远海项目订单的生产交付需要。曹妃甸海工基地是公司采用世界上最先进的设备设施和全球首创的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。项目占地 1300 余亩，全线对标建造全球海上风电未来十年的前沿产品，重点布局深远海超大型导管架和浮式基础产品制造产线。

图表41: 大金重工海风基地介绍

基地名称	产品类型	年产能 (万吨)	最大直径 (米)	最大重量 (吨)	基地情况
蓬莱	海塔陆塔、单桩、过渡段、导管架、浮式基础	50	12	3000	是全球风电海工单体最大工厂，是公司两海战略（海上风电和海外市场）的实施主体，蓬莱基地自有大件运输码头，码头岸线、水深条件优良，对出口海上风电产品的厂内物流、装船发运、起重能力优势明显，是蓬莱基地的核心竞争力，是较早涉足国内海上风电塔筒、单桩、过渡段、导管架等产品生产制造的企业，在行业内形成了较高的知名度和良好的信誉度。码头共建设5个泊位，目前对外开放的泊位共3个，2个10万吨级顺岸泊位，水深达14.4米，1个3.5万吨级凹槽泊位，水深9.7米，配备起重能力1000吨的龙门吊，2个10万吨级泊位尚未对外投入使用。可直接将超大型产品从工厂直接发运至国内外码头以及海上风电，为“海上+海外”两海战略的实施以及高质量的交付保驾护航。
盘锦	海塔陆塔、单桩、过渡段、导管架、浮式基础	50	16	5000	本项目位于辽宁省盘锦市辽滨沿海经济技术开发区修业路，规划占地面积约1500亩，由大金重工股份有限公司全资投建，定位为面向全球市场的风电海工装备制造兼风电母港功能的超大型国际化综合性风电海工基地。主要产品涵盖全系列海上风电塔架、管桩、导管架、浮式基础等风电海工装备。项目建成后，将实现年产能50万吨。
阳江	海塔陆塔、导管架	20	9	300	阳江海上风电装备基地位于广东阳江港海陵湾港区吉树作业区，年产能20万吨，本着国际化、规模化、低碳化的投建理念，产品覆盖：海塔、陆塔、导管架等风电装备，产品辐射：广东、广西、福建、浙江、东南亚、南美、欧洲等国内外市场。
唐山	海上风电塔筒（架）、管桩、导管架、浮式基础等风电海工产品	40	/	/	唐山曹妃甸基地是公司采用世界上最先进的设备设施和全球首创的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。项目占地1300余亩，全线对标建造全球海上风电未来十年的前沿产品，重点布局深远海超大型导管架和浮式基础产品制造产线。在设备设施布局方面，由公司独创超大型工厂设计方案，厂房设计高65米、单跨宽70米、长410米；全套设计打破行业加工能力极限、革新产品建造工艺。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。为满足后续海外单桩订单和深远海项目订单的生产交付需要，曹妃甸海工超级工厂将加快建设进度，预计于2025年3月建成投产。

资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

自建海工船，进一步夯实龙头出海优势。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只，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，建成后公司使用自有船只运输产品，运输效率和经济性将大幅提升，有效保证产品安全、准时交付，增强公司市场竞争力和整体利润率。

图表42: 公司自建船规模

51 m
型宽

240 m
总长

ABT 50,000 t
载重量

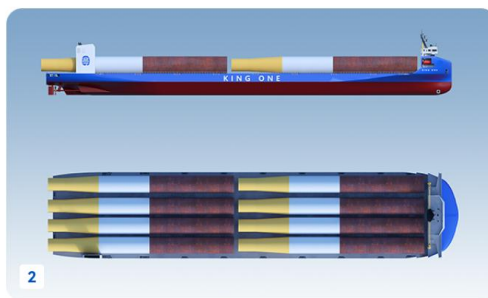
8 m
设计吃水

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表43: 公司自建船队优势



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。



超长超宽甲板大大增加大直径风机基础桩的单航次装载量, 减少总运输成本。



超强压载能力, 大大降低部分港口潮差大对装卸货的限制。

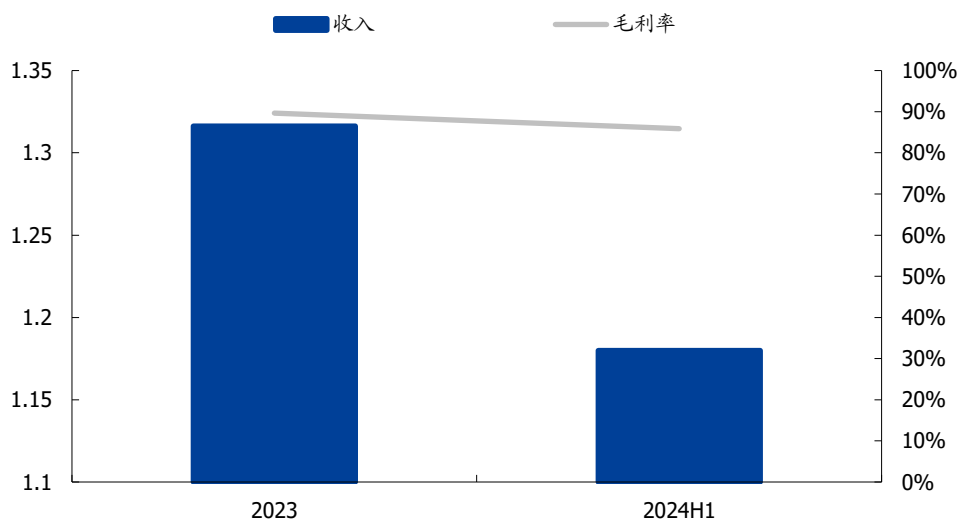


双桨双舵, 提供足够动力冗余, 确保船期和航行安全, 保证产品安全如期交付。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

新能源发电项目有序扩容, 成为推动公司业绩提升新增长点。2023 年阜新彰武西六家子 250MW 风电项目实现并网发电, 全年发电超过 4 亿度, 贡献收入 1.32 亿元。唐山曹妃甸十里海 250MW 渔光互补光伏项目完成备案, 预计在 2024 年年中启动建设, 预计 2025 年内建成。此外, 公司在河北省新增纳入储备库的新能源开发项目规模合计 1GW, 后续发电业务业绩增长空间大。

图表44: 公司发电业务收入及毛利率（亿元）



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、估值分析

盈利预测:

1、风电塔筒: 公司风电塔筒业务包括塔筒、管桩、导管架、浮式基础、过渡段等, 主要市场包括国内市场、欧洲市场; 公司是目前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, 2025-2026 年全球海风迎来装机高增, 我们预计 2024-2026 年公司风电塔筒营收同比增长-16%/53%/49%, 毛利率分别为 24%/26%/26%。

2、新能源发电: 公司新能源发电业务包括风电场、光伏场发电, 营业收入预计将保持稳定增长, 我们预计 2024-2026 年公司新能源发电营收增速分别为 50%/33%/25%, 毛利率分别为 85%/85%/85%。

3、费用率: 公司 2023 年及 2024 年前三季度, 公司期间费用率为 12.63%、12.77%, 考虑到 2025 年开始公司海外业务有望持续扩大, 成本摊薄, 预期公司 2024-2026 年公司期间费用率为 12.0%/11.9%/11.8%, 其中销售费用率分别为 1.7%/1.7%/1.7%, 管理费用率分别 3.6%/3.6%/3.6%, 研发费用率分别为 6%/6%/6%, 财务费用率为 0.72%/0.56%/0.48%。

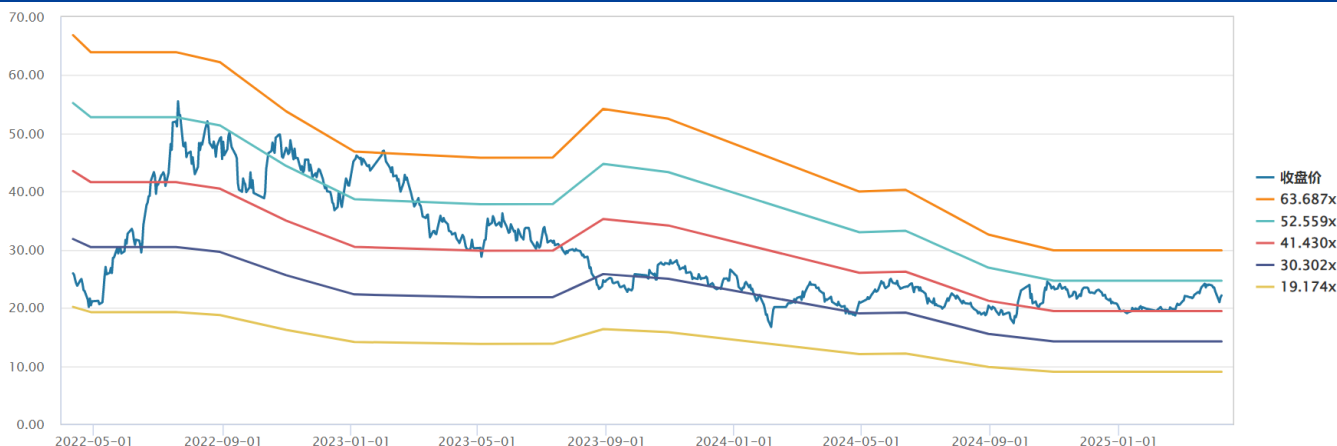
图表45: 公司业绩拆分预测 (亿元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	43.25	36.98	56.34	83.23
yoy		-14%	52%	48%
毛利率	23.44%	27.18%	28.51%	28.61%
毛利	10.1	10.1	16.1	23.8
风电塔筒				
营业收入	41.46	35.00	53.70	79.93
yoy		-16%	53%	49%
毛利率	21%	24%	26%	26%
毛利	8.9	8.4	13.8	21.0
新能源发电				
营业收入	1.32	1.98	2.64	3.3
yoy		50%	33%	25%
毛利率	90%	85%	85%	85%
毛利	1.2	1.7	2.2	2.8

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

首次覆盖, 给予“买入”评级。公司是风电塔桩出海龙头, 欧洲订单量利双增有望业绩超预期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.60 亿元、7.73 亿元、11.54 亿元, 对应 EPS 为 0.72、1.21、1.81 元, 对应 PE 为 30.7/18.2/12.2 倍。我们认为公司作为出海桩基的龙头企业, 已形成技术、产品、品牌、属地的综合竞争力, 未来随着海上风电行业成长以及海外市场的扩张, 公司将打开更广阔的成长空间。从历史看, 公司现有估值水平处于历史中枢, 考虑到 2025 年海风板块有望迎来开工大年装机大年, 行业迎来估值弹性, 充分受益。首次覆盖, 予以“买入”评级。

图表46: 大金重工 PE/PB band 估值图 (截至 2025 年 4 月 9 日收盘价)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

风险提示

- 1、市场需求风险：**中国、欧洲海上风电装机规模可能不及预期，若全球经济形势不稳定，会导致下游行业需求下降，影响公司产品销售，进而影响业绩。
- 2、原材料价格风险：**公司产品的主要原材料价格存在大幅波动的可能，这会对公司的生产成本和盈利水平造成影响。例如，钢材价格的波动会直接影响大金重工的塔筒、管桩等产品成本。
- 3、汇率波动风险：**大金重工海外业务较多，汇率波动可能导致公司在海外市场的销售收入和利润出现波动，影响公司的财务状况。
- 4、行业竞争风险：**风电装备制造行业竞争激烈，国内外同行不断加大研发和市场拓展力度，可能导致市场份额竞争加剧，影响公司的盈利能力。
- 5、项目执行风险：**存在项目合同延期的可能，如因客户原因、施工条件变化、自然灾害等导致项目交付延迟，会影响公司的资金回笼和业绩确认。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com