

大金重工 (002487)

2022 年三季报点评：行业因素致出货低于预期，盈利改善明显

买入（维持）

2022 年 10 月 30 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	4,432	5,838	11,159	14,643
同比	33%	32%	91%	31%
归属母公司净利润（百万元）	577	559	1,273	1,830
同比	24%	-3%	128%	44%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.04	1.01	2.29	3.29
P/E（现价&最新股本摊薄）	29.22	30.17	13.25	9.22

#产能扩张 #出口导向

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年三季报，公司 2022Q1-3 实现营业收入 37.07 亿元，同比增长 16.57%；实现归属母公司净利润 3.28 亿元，同比下降 24.06%。其中 2022Q3，实现营业收入 14.28 亿元，同比下降 5.29%，环比增长 6.05%；实现归属母公司净利润 1.53 亿元，同比下降 32.70%，环比增长 34.43%。Q1-3 毛利率为 16.69%，同比下降 7.23pct，Q3 毛利率 23.15%，同比下降 2.53pct，环比增长 11.11pct；Q1-3 归母净利率为 8.86%，同比下降 4.74pct，Q3 归母净利率 10.69%，同比下降 4.36pct，环比增长 2.26pct。
- **毛利率环比高增、盈利改善。**根据我们测算，2022Q3 塔筒出货约 16.5 万吨，同环比实现增长，但是下游装机受疫情及产业链个别环节瓶颈影响，塔筒出货不及预期；单吨毛利预计超 1900 元，吨净利超 800 元，系塔筒出口和海上出货占比提升。随着明年单桩出口订单发货，盈利能力将进一步提升。
- **海风产能持续扩张、夯实出口先发优势。**年内塔筒产能预计达 120 万吨，其中陆塔 50 万吨、海塔及海工 70 万吨，且公司积极布局粤东、粤西海工基地，迎接国内外海上风电需求爆发。由于欧洲管桩企业产能难以匹配欧洲海桩需求，公司是目前唯一满足单桩出口要求的企业，随着蓬莱基地技改完成，交付能力提升，有望获取更大体量出口订单，成为欧洲海桩的主流供应商，夯实海风产品出口先发优势。
- **研发费用增加导致费用率大幅上升。**2022Q3，期间费用率上升 5.58 个百分点至 11.00%，其中销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +6.87%/+40.84%/+51.45%/+220.57%，费用率分别为 0.67%/9.61%/7.61%/0.72%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到下游装机受疫情及产业链个别环节瓶颈影响塔筒出货，我们下调 2022 年盈利预测，我们预计 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 5.59/12.73/18.30 亿元（前值 7.97/12.23/15.85 亿元），同比-3%/128%/44%，EPS 1.01/2.29/3.29 元，对应 PE 30/13/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内装机、产能扩张不及预期，原材料价格上涨、出口订单获取不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	46.20
一年最低/最高价	19.60/56.79
市净率(倍)	7.74
流通 A 股市值(百万元)	25,284.37
总市值(百万元)	25,671.54

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.97
资产负债率(% ,LF)	64.50
总股本(百万股)	555.66
流通 A 股(百万股)	547.28

相关研究

《大金重工(002487)：塔筒龙头顺势而为，“两海战略”保持成长》

2022-05-29

图表目录

图 1:	2022Q1-3 收入 37.07 亿元, 同比+16.57% (亿元, %)	3
图 2:	2022Q1-3 归母净利润 3.28 亿元, 同比-24.06% (亿元, %)	3
图 3:	2022Q3 收入 14.28 亿元, 同比-5.29% (亿元, %)	4
图 4:	2022Q3 归母净利润 1.53 亿元, 同比-32.70% (亿元, %)	4
图 5:	2022Q1-3 毛利率、净利率同比-7.23、-4.74pct (%)	4
图 6:	2022Q3 毛利率、净利率同比-2.53、-4.36pct (%)	4
图 7:	公司塔筒出货量 (万吨)	5
图 7:	2022Q1-3 期间费用 2.23 亿元, 同比+49.53% (亿元, %)	6
图 8:	2022Q3 期间费用率 11.00%, 同比+5.58pct (%)	6
图 9:	2022Q3 现金净流入 3.16 亿元, 同比+542.02% (亿元)	6
图 10:	2022Q3 期末合同负债 6.83 亿元, 同比+1.38% (亿元)	6
表 1:	2022Q1-3 收入 37.07 亿元, 同比增长 16.57%; 盈利 3.28 亿元, 同比下降 24.06% (单位: 亿元)	3
表 2:	公司五大基地产能情况	5

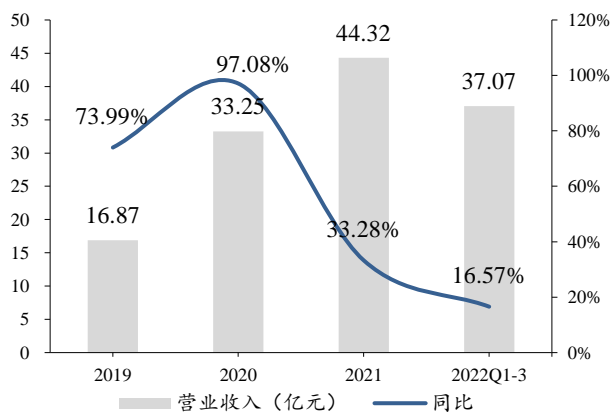
事件: 公司发布 2022 年三季度报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 37.07 亿元, 同比增长 16.57%; 实现归属母公司净利润 3.28 亿元, 同比下降 24.06%。其中 2022Q3, 实现营业收入 14.28 亿元, 同比下降 5.29%, 环比增长 6.05%; 实现归属母公司净利润 1.53 亿元, 同比下降 32.70%, 环比增长 34.43%。Q1-3 毛利率为 16.69%, 同比下降 7.23pct, Q3 毛利率 23.15%, 同比下降 2.53pct, 环比增长 11.11pct; Q1-3 归母净利率为 8.86%, 同比下降 4.74pct, Q3 归母净利率 10.69%, 同比下降 4.36pct, 环比增长 2.26pct。

表1: 2022Q1-3 收入 37.07 亿元, 同比增长 16.57%; 盈利 3.28 亿元, 同比下降 24.06% (单位: 亿元)

大金重工	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	2022Q3 同比	2022Q2	2022Q3 环比
营业收入	37.07	31.80	16.6%	14.28	15.07	-5.3%	13.46	6.1%
毛利率	16.7%	23.9%	-7.2pct	23.2%	25.7%	-2.5pct	12.0%	11.1pct
营业利润	3.86	5.09	-24.2%	1.79	2.68	-33.3%	1.33	34.0%
利润总额	3.88	5.10	-23.9%	1.81	2.69	-32.7%	1.33	35.7%
归属母公司净利润	3.28	4.33	-24.1%	1.53	2.27	-32.7%	1.14	34.4%
扣非归母净利润	3.04	4.23	-28.2%	1.36	2.24	-39.1%	1.06	28.3%
归母净利率	8.9%	13.6%	-4.7pct	10.7%	15.0%	-4.4pct	8.4%	2.3pct
股本 (亿股)	5.56	5.56	-	5.56	5.56	-	5.56	-
EPS (元/股)	0.90	1.56	-42.3%	0.45	0.53	-16.3%	0.27	63.0%

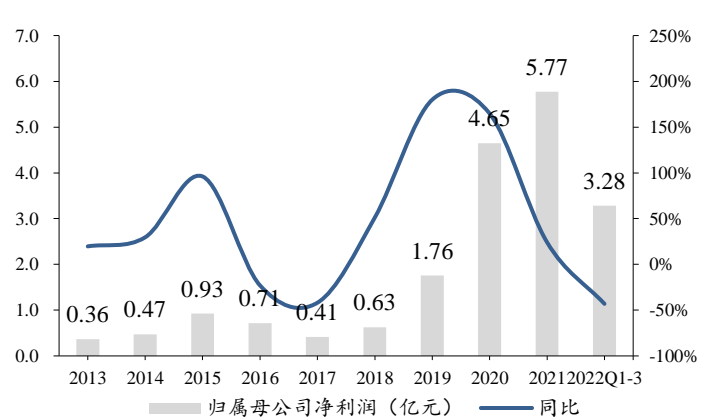
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022Q1-3 收入 37.07 亿元, 同比+16.57% (亿元, %)



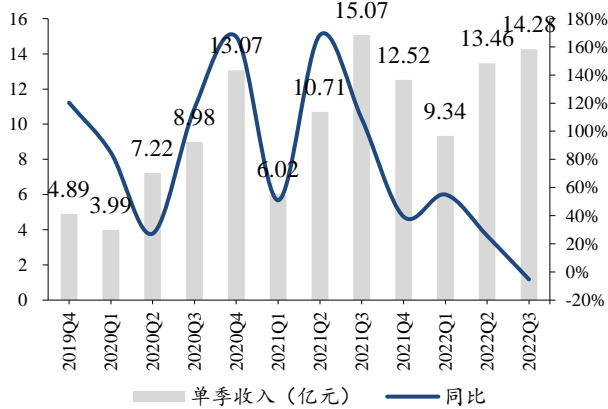
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022Q1-3 归母净利润 3.28 亿元, 同比-24.06% (亿元, %)



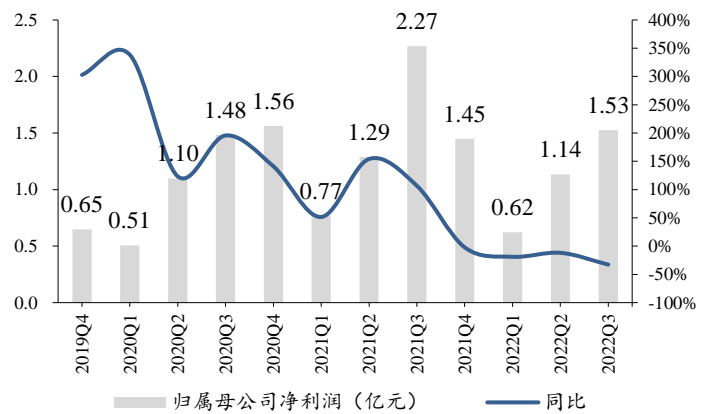
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 14.28 亿元, 同比-5.29% (亿元, %)



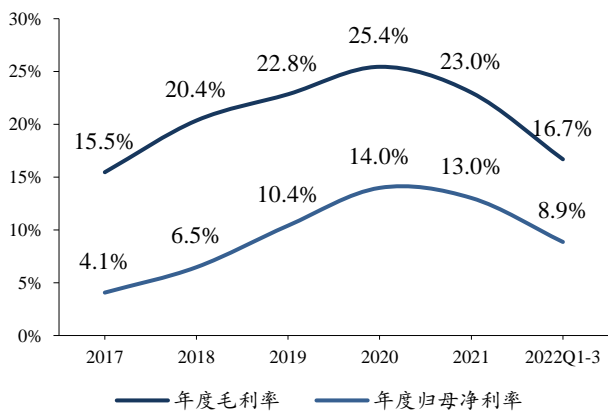
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q3 归母净利润 1.53 亿元, 同比-32.70% (亿元, %)



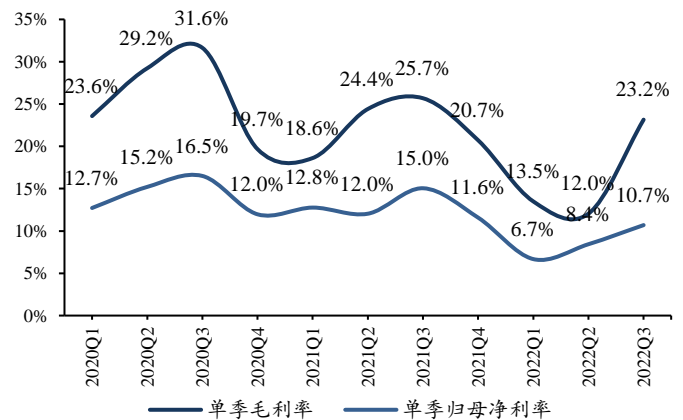
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-7.23、-4.74pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

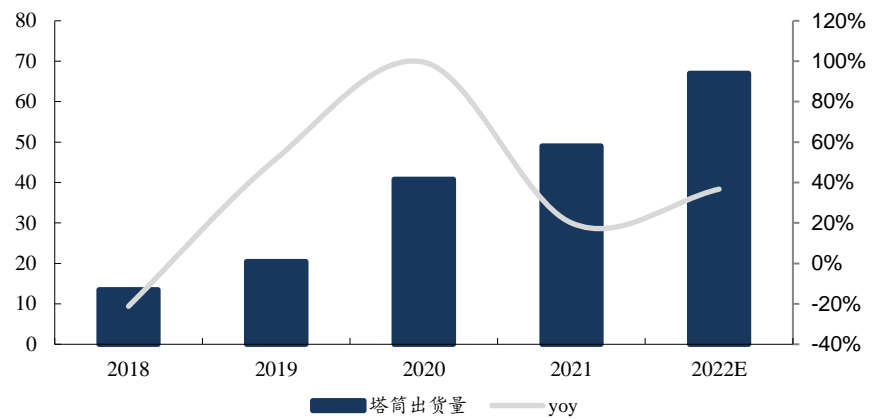
图6: 2022Q3 毛利率、净利率同比-2.53、-4.36pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

毛利率环比高增、盈利改善。根据我们测算, 22Q3 塔筒出货约 16.5 万吨, 同环比实现增长, 但是下游装机受疫情及产业链个别环节瓶颈影响, 塔筒出货不及预期; 单吨毛利预计超 1900 元, 吨净利超 800 元, 系塔筒出口和海上出货占比提升。随着明年单桩出口订单发货, 盈利能力将进一步提升。

图7: 公司塔筒出货量 (万吨)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

海风产能持续扩张、夯实出口先发优势。年内塔筒产能预计达 120 万吨, 其中陆塔 50 万吨、海塔及海工 70 万吨, 且公司积极布局粤东、粤西海工基地, 迎接国内外海上风电需求爆发。由于欧洲管桩企业产能难以匹配欧洲海桩需求, 公司是目前唯一满足单桩出口要求的企业, 随着蓬莱基地技改完成, 交付能力提升, 有望获取更大体量出口订单, 成为欧洲海桩的主流供应商, 夯实海风产品出口先发优势。

表2: 公司五大基地产能情况

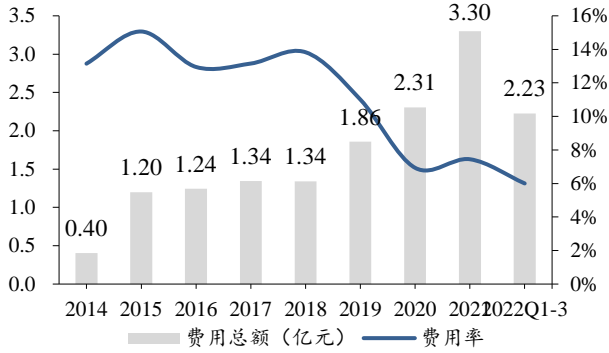
基地	投产时间	产线	21年有效产能 万吨	22年有效产能 万吨	23年有效产能 万吨
蓬莱生产基地-海塔及管桩类	21Q1 六期技改, 21 年底非公开发行技改, 预计 23 年完成		50	60	80
阜新生产基地-陆塔	20 年新老厂技改, 21 年底非公开发行技改, 预计 22 年完成	12 条生产线, 60 吨 8 条, 100 吨 4 条	10	20	20
兴安盟生产基地-陆塔	20 年 7 月, 设计产能 10 万吨	5 条生产线	10	10	10
张家口尚义生产基地-陆塔	20 年 12 月, 设计产能 20 万吨	年产 700 套	20	20	20
阳江基地一期-海工基础类	22 年 6 月, 设计产能 20 万吨		—	10	20
合计			90	120	150

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

研发费用增加导致费用率大幅上升: 公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 49.53%至 2.23 亿元, 期间费用率下降 0.94 个百分点至 6.00%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比上升 17.93%、上升 4.84%、上升 0.97%、下降 105.92%至 0.23 亿元、2 亿元、1.18 亿元、-0.01 亿元; 费用率分别上升 0.01、下降 0.6、下降 0.49、下降 0.34 个百分点至 0.63%、5.39%、3.18%、-0.02%。2022Q3, 期间费用率上升 5.58 个百分

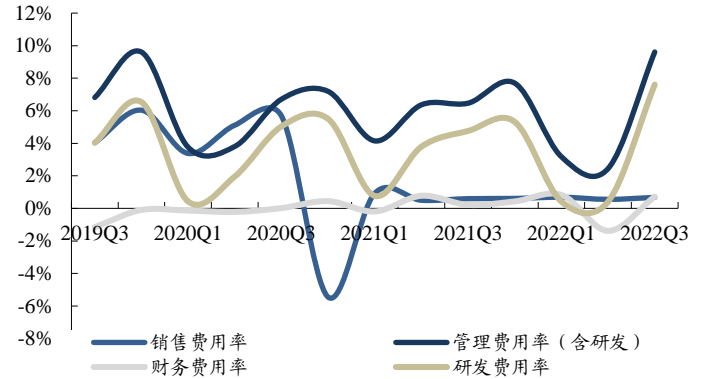
点至 11.00%，其中销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +6.87%/+40.84%/+51.45%/+220.57%，费用率分别为 0.67%/9.61%/7.61%/0.72%。

图7：2022Q1-3 期间费用 2.23 亿元，同比+49.53% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

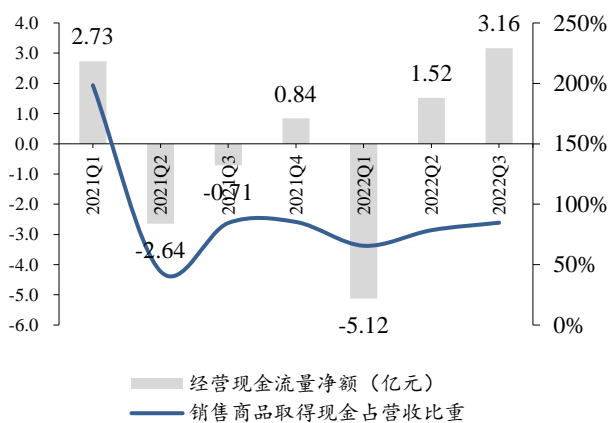
图8：2022Q3 期间费用率 11.00%，同比+5.58pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

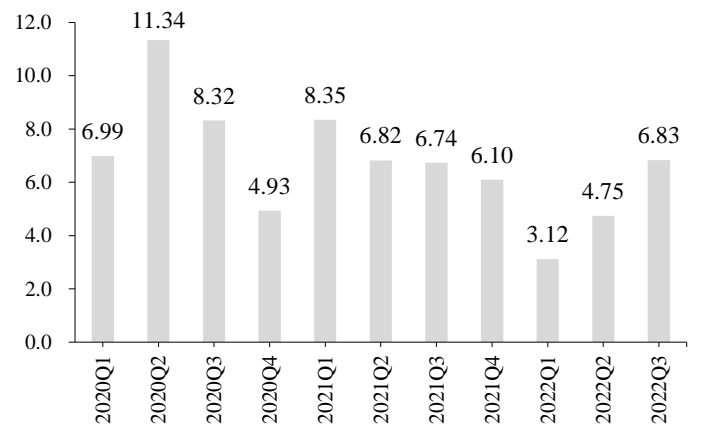
现金流情况改善，存货提升：公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流出 0.44 亿元，同比增长 30.01%，其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 3.16 亿元；销售商品取得现金 28.79 亿元，同比下降 2.19%。期末预收款项 0.32 亿元，比期初下降 0.00%。期末应收账款 17.07 亿元，较期初增长 5.9 亿元，应收账款周转天数上升 24.4 天至 102.86 天。期末存货 18.6 亿元，较期初上升 1.13 亿元；存货周转天数上升 16.41 天至 170.71 天。

图9：2022Q3 现金净流入 3.16 亿元，同比+542.02% (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2022Q3 期末合同负债 6.83 亿元，同比+1.38% (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：考虑到下游装机受疫情及产业链个别环节瓶颈影响塔筒出货，我们下调 2022 年盈利预测，我们预计 2022/2023/2024 年归母净利润分别为

5.59/12.73/18.30 亿元（前值 7.97/12.23/15.85 亿元），同比 -3%/128%/44%，EPS 1.01/2.29/3.29 元，对应 PE 30/13/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内装机、产能扩张不及预期，原材料价格上涨、出口订单获取不及预期等。

大金重工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,292	6,489	10,530	13,734	营业总收入	4,432	5,838	11,159	14,643
货币资金及交易性金融资产	1,311	1,487	1,176	1,919	营业成本(含金融类)	3,412	4,760	8,943	11,559
经营性应收款项	1,529	1,890	3,396	4,292	税金及附加	26	16	56	73
存货	2,046	2,425	4,961	6,134	销售费用	27	36	56	73
合同资产	184	379	593	865	管理费用	103	124	223	293
其他流动资产	222	307	404	525	研发费用	183	246	446	586
非流动资产	1,358	1,708	2,173	2,608	财务费用	16	12	-17	-25
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	8	11	21	28
固定资产及使用权资产	1,068	1,328	1,652	1,998	投资净收益	1	1	1	1
在建工程	64	132	216	258	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	187	226	282	329	减值损失	0	-10	-10	-10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	673	645	1,464	2,104
其他非流动资产	39	23	23	23	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	6,650	8,197	12,703	16,342	利润总额	674	645	1,464	2,104
流动负债	3,036	4,047	7,392	9,446	减:所得税	97	86	190	273
短期借款及一年内到期的非流动负债	231	208	208	208	净利润	577	559	1,273	1,830
经营性应付款项	2,033	2,673	5,175	6,589	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	610	899	1,645	2,155	归属母公司净利润	577	559	1,273	1,830
其他流动负债	163	267	364	494	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.04	1.01	2.29	3.29
非流动负债	615	615	615	615	EBIT	665	656	1,434	2,059
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	723	733	1,530	2,176
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.01	18.46	19.85	21.06
租赁负债	76	76	76	76	归母净利率(%)	13.03	9.58	11.41	12.50
其他非流动负债	538	538	538	538	收入增长率(%)	33.28	31.73	91.14	31.22
负债合计	3,651	4,662	8,007	10,061	归母净利润增长率(%)	24.17	-3.16	127.74	43.72
归属母公司股东权益	2,999	3,535	4,696	6,281					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,999	3,535	4,696	6,281					
负债和股东权益	6,650	8,197	12,703	16,342					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	21	675	388	1,565	每股净资产(元)	5.40	6.36	8.45	11.30
投资活动现金流	-219	-443	-575	-566	最新发行在外股份(百万股)	556	556	556	556
筹资活动现金流	387	-57	-124	-256	ROIC(%)	19.92	15.96	28.36	31.02
现金净增加额	187	176	-311	743	ROE-摊薄(%)	19.25	15.82	27.12	29.14
折旧和摊销	58	77	96	117	资产负债率(%)	54.90	56.87	63.03	61.56
资本开支	-219	-443	-561	-551	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.22	30.17	13.25	9.22
营运资本变动	-638	3	-998	-406	P/B(现价)	5.63	4.77	3.59	2.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

