

中际联合（605305）

2022 年报点评：海外市场翻倍增长，盈利水平短期承压

买入（维持）

2023 年 04 月 24 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证书：S0600520080001

huangrli@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	799	1,300	1,787	2,281
同比	-9%	63%	37%	28%
归属母公司净利润（百万元）	155	293	416	542
同比	-33%	89%	42%	30%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.02	1.93	2.74	3.57
P/E（现价&最新股本摊薄）	38.74	20.53	14.45	11.08

关键词：#出口导向

事件：公司发布 2022 年报。

■ 海外市场实现翻倍增长，内销承压致使收入端略有下降

2022 年公司实现营业收入 7.99 亿元，同比-9.45%，其中 Q4 为 2.38 亿元，同比-8.10%，虽有所承压，但在风电零部件环节表现已较为优异。**分行业来看：**1) 风电行业：2022 年实现收入 7.92 亿元，同比-9.61%，收入占比 99.05%，仍为主要收入来源。2) 其他行业：2022 年实现收入 184 万元，同比+9.02%，表现较为稳健。**分产品来看：**1) 高空安全升降设备：2022 年实现收入 5.44 亿元，同比-14.86%；2) 高空安全防护设备：2022 年实现收入 1.93 亿元，同比-9.52%；3) 高空作业服务：2022 年实现收入 5653 万元，同比+123.65%，进入放量期。**分地区来看：**1) 内销：2022 年实现收入 4.81 亿元，同比-33.93%，收入占比为 60.19%，同比-22.31pct，明显下滑，主要系国内风需求短期下滑，叠加疫情影响交付。2) 外销：2022 年实现收入 3.12 亿元，同比+109.25%，收入占比为 39.09%，同比+22.18pct，大幅增长，一定程度上对冲了国内市场的下滑。**展望 2023 年，一方面 2022 年国内风电行业招标量高增，我们判断 2023 年下半年风电行业装机需求有望大幅增长。另一方面，公司产品在海外市场快速突破，仍有较大增长空间，公司整体收入端有望重回快速增长通道。**

■ 内销毛利率大幅下滑&费用率提升，2022 年盈利水平有所承压

2022 年公司归母净利润为 1.55 亿元，同比-33.05%，其中 Q4 为 2316 万元，同比-54.85%。2022 年公司销售净利率为 19.41%，同比-6.84pct，盈利水平出现明显下降。1) 毛利端：2022 年销售净利率为 43.67%，同比-4.00pct。分产品来看，2022 年高空安全升降设备、高空安全防护设备、高空作业服务毛利率分别为 47.64%、33.63%和 34.32%，同比-4.54pct、-2.38pct 和 +12.88pct，高空安全升降（防护）设备毛利率出现下降，我们判断一方面系国内风电行业需求疲软，公司出现一定降价，另一方面系原材料价格较高。分地区来看，2022 年内销、外销毛利率分别为 35.23%和 55.67%，分别同比-10.27pct 和 -0.80pct，外销毛利率较为坚挺，同时高毛利率的外销业务收入占比提升，一定程度上对冲了内销市场毛利率下滑对销售毛利率的拖累。展望 2023 年，随着原材料价格回落，中国大陆风电市场需求回暖，公司毛利率有较大提升空间。2) 费用端：2022 年期间费用率为 26.27%，同比+5.01pct，进一步压制盈利水平表现，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+3.98pct、+2.53pct、+2.58pct 和 -4.09pct，财务费用率明显下降，主要系银行存款利息、汇兑收益增加所致。

■ 海外市场拓展&产品延伸，公司中长期成长空间打通

公司海外业务拓展、产品横向延展将打开公司成长空间：1) 海外业务高速增长，仍有较大提升空间。海外风电高空作业设备市场规模大于国内，公司产品已经获得海外相关认证，绑定全球知名风电企业，海外收入仍有较大提升空间；2) 不断丰富完善产品线，成长空间持续打开。公司积极开发新品，如叶片检修平台、漂浮式风机用塔筒内升降设备等。此外，公司积极拓展水电、立体养殖专用升降设备等新领域，有望贡献业绩增长点。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到盈利水平有所下滑，我们谨慎下调 2023-2024 年归母净利润预测分别为 2.93、4.16 亿元（原值 3.63、4.56 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 5.42 亿元，当前市值对应动态 PE 为 21/14/11 倍。考虑到 2023 年国内风电需求提升，叠加海外市场拓展，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**风电行业景气下滑，海外市场拓展不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.59
一年最低/最高价	31.26/65.69
市净率(倍)	2.78
流通 A 股市值(百万元)	4,206.83
总市值(百万元)	6,009.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.25
资产负债率(%，LF)	13.61
总股本(百万股)	151.80
流通 A 股(百万股)	106.26

相关研究

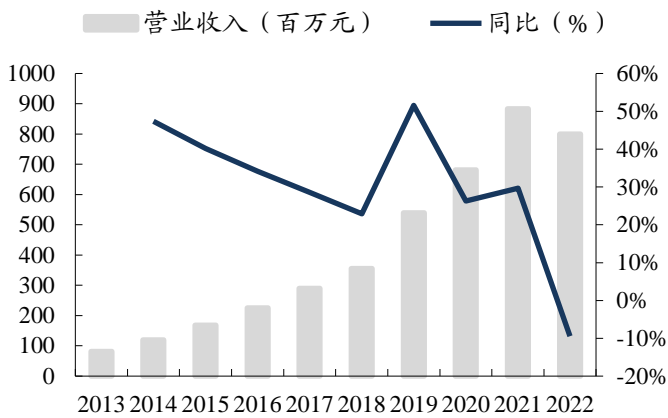
《中际联合(605305)：2022 年三季报点评：Q3 业绩短期承压，盈利水平依旧表现出色》

2022-11-01

《中际联合(605305)：2022 年中报点评：业绩短期承压，海外拓展+产品延伸打开长期成长空间》

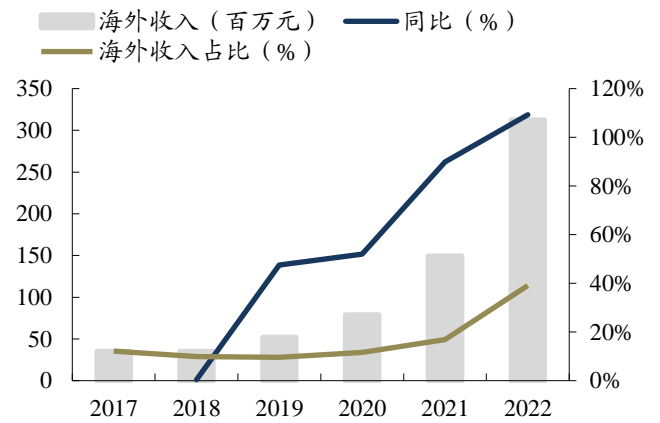
2022-08-26

图1: 2022年公司实现营业收入7.99亿元, 同比-9.45%



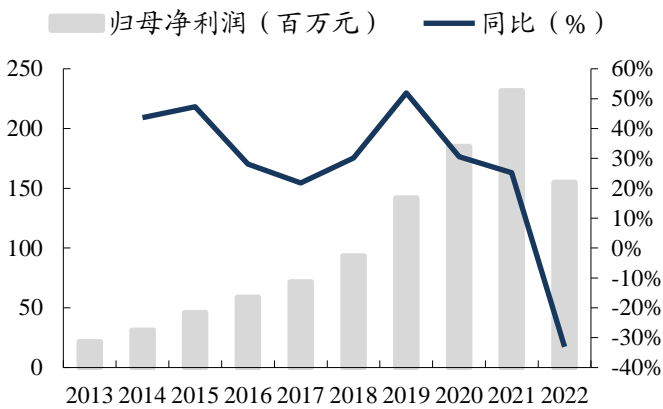
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022年海外市场收入3.12亿元, 同比+109.25%



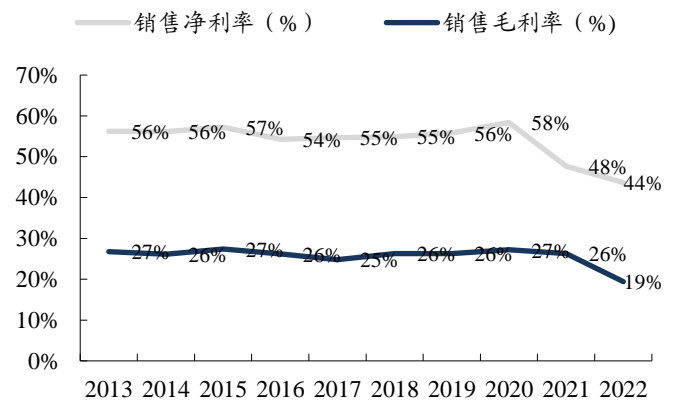
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022年公司归母净利润为1.55亿元, 同比-33.05%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022年公司销售毛利率、销售净利率出现一定下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

中际联合三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,232	2,582	3,086	3,731	营业总收入	799	1,300	1,787	2,281
货币资金及交易性金融资产	1,618	1,691	1,969	2,484	营业成本(含金融类)	450	715	990	1,254
经营性应收款项	411	571	687	721	税金及附加	4	6	9	11
存货	185	293	392	480	销售费用	111	149	179	217
合同资产	9	13	18	23	管理费用	62	78	98	114
其他流动资产	9	14	18	23	研发费用	72	91	116	137
非流动资产	272	384	460	501	财务费用	-35	-16	-16	-13
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	18	26	27	23
固定资产及使用权资产	109	125	129	123	投资净收益	20	26	27	23
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	143	240	312	359	减值损失	-2	-3	-4	-5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	2	营业利润	171	325	462	602
其他非流动资产	17	17	17	17	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,504	2,967	3,546	4,232	利润总额	172	325	462	603
流动负债	329	499	662	806	减:所得税	16	33	46	60
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	155	293	416	542
经营性应付款项	196	314	434	549	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	74	107	124	125	归属母公司净利润	155	293	416	542
其他流动负债	57	77	104	130	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.02	1.93	2.74	3.57
非流动负债	12	12	12	12	EBIT	117	260	395	549
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	132	277	414	568
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.67	44.98	44.62	45.05
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	19.41	22.52	23.27	23.78
其他非流动负债	11	11	11	11	收入增长率(%)	-9.45	62.61	37.47	27.66
负债合计	341	511	674	818	归母净利润增长率(%)	-33.05	88.68	42.05	30.45
归属母公司股东权益	2,163	2,456	2,872	3,414					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,163	2,456	2,872	3,414					
负债和股东权益	2,504	2,967	3,546	4,232					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	239	176	346	551	每股净资产(元)	14.25	16.18	18.92	22.49
投资活动现金流	-377	-103	-67	-36	最新发行在外股份(百万股)	152	152	152	152
筹资活动现金流	-72	0	0	0	ROIC(%)	4.99	10.12	13.35	15.70
现金净增加额	-185	73	279	515	ROE-摊薄(%)	7.17	11.92	14.48	15.89
折旧和摊销	15	17	19	19	资产负债率(%)	13.61	17.22	19.01	19.33
资本开支	-188	-130	-95	-60	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.74	20.53	14.45	11.08
营运资本变动	100	-125	-87	-14	P/B(现价)	2.78	2.45	2.09	1.76

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>