

# 中际联合（605305）

## 2023 年中报点评：海外市场加速放量，Q2 净利率拐点已经出现

买入（维持）

2023 年 08 月 27 日

证券分析师 周尔双  
执业证书：S0600515110002  
021-60199784  
zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	799	1,253	1,709	2,162
同比	-9%	57%	36%	27%
归属母公司净利润（百万元）	155	240	366	486
同比	-33%	55%	52%	33%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.02	1.58	2.41	3.20
P/E（现价&最新股本摊薄）	30.43	19.67	12.92	9.71

关键词：#出口导向

事件：公司发布 2023 年中报。

### ■ 海外市场持续放量，Q2 收入端加速增长

2023H1 公司实现营业收入 4.41 亿元，同比+22.10%，其中 Q2 为 2.66 亿元，同比+45.64%，加速增长，好于我们先前预期。分地区来看，海外市场为公司上半年收入端高增的核心驱动力。2023H1 海外业务实现收入 2.04 亿元，同比+73%，海外收入占比达到 46%，我们判断主要受益于美国市场存量技改需求放量，2023H1 中际美洲实现收入 1.47 亿元，在海外业务中收入占比达到 73%。展望 2023H2，一方面高招标量支撑下，国内风电吊装量有望在 Q3-Q4 明显增长，公司产品作为在风电项目建设中较为后置的环节，有望在下半年明显受益，国内市场有望加速放量；另一方面海外市场需求持续旺盛，叠加竞争格局较好，公司下半年收入有望加速增长。

### ■ 费用率压制上半年利润端表现，Q2 净利率拐点已经出现

2023H1 公司实现归母净利润 0.82 亿元，同比-6.02%，其中 Q2 归母净利润为 0.67 亿元，同比+55.20%。2023H1 销售净利率为 18.54%，同比-5.55pct，出现一定下降。1) 毛利端：2023H1 销售毛利率为 46.49%，同比+2.51pct，我们判断主要系毛利率较高的海外业务收入占比提升所致。2) 费用端：2023H1 期间费用率为 28.50%，同比+9.17pct，大幅提升，是净利率下降的主要原因，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+4.42pct、+2.02pct、+2.99pct、-0.25pct，我们判断主要系人员扩张力度较大。

2023Q2 公司销售净利率为 25.08%，同比+1.55pct，环比+16.45pct，净利率明显提升，盈利拐点已经出现。2023Q2 公司销售毛利率和期间费用率分别为 45.15%和 20.23%，分别同比+3.05pct 和+3.27pct。往下半年来看，规模效应下公司费用率有望逐步下行，净利率仍有较大提升空间。

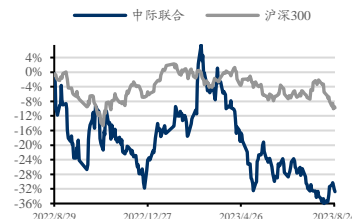
### ■ 海外市场拓展&产品延伸，公司中长期成长空间打通

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：考虑到公司费用端投入力度和国内风电市场放量节奏，我们谨慎调整 2023-2025 年归母净利润预测分别为 2.40、3.66 和 4.86 亿元（原值 2.93、4.16 和 5.42 亿元），当前市值对应动态 PE 为 20/13/10 倍。考虑到下半年国内市场需求放量，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)	31.10
一年最低/最高价	29.18/51.99
市净率(倍)	2.14
流通 A 股市值(百万元)	3,304.69
总市值(百万元)	4,720.98

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.54
资产负债率(% ,LF)	14.30
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 年报点评：海外市场翻倍增长，盈利水平短期承压》

2023-04-24

《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
<b>流动资产</b>	<b>2,232</b>	<b>2,506</b>	<b>2,939</b>	<b>3,509</b>	<b>营业总收入</b>	<b>799</b>	<b>1,253</b>	<b>1,709</b>	<b>2,162</b>
货币资金及交易性金融资产	1,618	1,650	1,881	2,341	营业成本(含金融类)	450	681	922	1,153
经营性应收款项	411	551	657	683	税金及附加	4	6	9	11
存货	185	279	366	441	销售费用	111	163	205	238
合同资产	9	13	17	22	管理费用	62	94	103	119
其他流动资产	9	14	18	23	研发费用	72	107	128	151
<b>非流动资产</b>	<b>272</b>	<b>384</b>	<b>460</b>	<b>501</b>	财务费用	(35)	(16)	(16)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	18	25	26	22
固定资产及使用权资产	109	125	129	123	投资净收益	20	25	26	22
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	<b>营业利润</b>	<b>171</b>	<b>266</b>	<b>406</b>	<b>540</b>
其他非流动资产	17	17	17	17	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,504</b>	<b>2,890</b>	<b>3,399</b>	<b>4,010</b>	<b>利润总额</b>	<b>172</b>	<b>267</b>	<b>406</b>	<b>540</b>
<b>流动负债</b>	<b>329</b>	<b>475</b>	<b>618</b>	<b>743</b>	减:所得税	16	27	41	54
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	<b>净利润</b>	<b>155</b>	<b>240</b>	<b>366</b>	<b>486</b>
经营性应付款项	196	298	404	505	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	74	102	115	115	<b>归属母公司净利润</b>	<b>155</b>	<b>240</b>	<b>366</b>	<b>486</b>
其他流动负债	57	74	98	121	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.02	1.58	2.41	3.20
非流动负债	12	12	12	12	EBIT	117	203	342	490
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	132	220	361	509
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.67	45.71	46.03	46.66
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	19.41	19.15	21.39	22.50
其他非流动负债	11	11	11	11	收入增长率(%)	(9.45)	56.79	36.32	26.52
<b>负债合计</b>	<b>341</b>	<b>487</b>	<b>630</b>	<b>755</b>	归母净利润增长率(%)	(33.05)	54.75	52.26	33.05
归属母公司股东权益	2,163	2,403	2,769	3,255					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,163</b>	<b>2,403</b>	<b>2,769</b>	<b>3,255</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,504</b>	<b>2,890</b>	<b>3,399</b>	<b>4,010</b>					

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	137	299	497	每股净资产(元)	14.25	15.83	18.24	21.44
投资活动现金流	(377)	(104)	(69)	(38)	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	8.00	11.90	14.63
现金净增加额	(185)	32	231	460	ROE-摊薄(%)	7.17	9.99	13.20	14.94
折旧和摊销	15	17	19	19	资产负债率(%)	13.61	16.86	18.54	18.83
资本开支	(188)	(130)	(95)	(60)	P/E (现价&最新股本摊薄)	30.43	19.67	12.92	9.71
营运资本变动	100	(110)	(82)	(10)	P/B (现价)	2.18	1.96	1.71	1.45

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

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>