

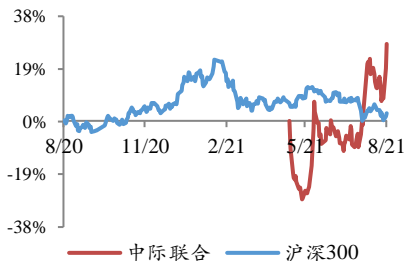
业绩略超预期，盈利水平保持高位

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-25

收盘价（元）	69.82
近 12 个月最高/最低（元）	69.82/39.12
总股本（百万股）	110
流通股本（百万股）	28
流通股比例（%）	25.00
总市值（亿元）	77
流通市值（亿元）	19

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

分析师：范云浩

执业证书号：S0010520070002

邮箱：fanyh@hazq.com

相关报告

1. 中际联合：攻守兼备的专用高空作业“安全之盾” 2021-07-06
2. 中际联合：攻守兼备的专用高空作业“安全之盾” 2021-06-28

主要观点：

● **事件：**2021 年上半年，公司收入 3.86 亿，yoy+31.31%；归母净利润 1.23 亿，yoy+28.15%。单看 Q2，收入 2.31 亿元，yoy+7.7%；归母净利润 0.73 亿，yoy-0.16%。

● **核心观点：**业绩略超预期，高于此前预告增速 15%-25%。单 Q2 业绩出现微幅下滑，主要系去年疫情后订单集中交付带来的高基数影响，盈利水平继续保持高位（毛利率 58%，净利率 32%），展望未来，我们判断一方面下游风机制造商盈利大幅修复，资本开支意愿加强，一方面陆上风机大型化与海上风电快速发展，专用高空安全设备需求加大。公司盈利性与成长性兼具，业绩弹性大：利基性、定制化、高附加、高回报的产品属性决定高盈利，量价齐升与多元化决定高成长。维持“买入”评级。

● **公司业绩持续高增长，提前储备原材料及人员扩张导致经营性净现金流出现下滑**

公司上半年收入 3.86 亿，同比+31%，归母净利润 1.23 亿，同比 28.15%，公司业绩增速略低于收入增速，主要系公司成本及期间费用上升所致，2021 年上半年，公司期间费用率 25.86%，同比增长 0.96pct；其中，销售费用率 14.79%，同比降低 1.58pct；管理费用率 5.40%，同比增加 0.12pct；研发费用率 6.29%，同比增加 1.81pct；财务费用率-0.62%，同比增加 0.61%，主要系人民币与美元汇率波动导致的汇兑损失增加所致。

上半年，经营活动净现金流 3999 万元，同比下滑 40.65%，主要系：一方面，原材料涨价背景下，公司积极应对，提前备货，截至 2021 年 6 月 30 日，公司原材料账面价值 4589 万元，创新高；另一方面，公司上半年业务扩展，引进研发、管理等条线人才，员工人数增加，职工薪酬所支付的现金增加所致。

● **盈利水平在受到多重因素影响下，仍保持高位**

2021 年上半年，毛利率 58.17%，同比降低 0.79pct；净利率 31.91%，同比降低 1.03pct，尽管利润率水平出现小幅下滑，但整体盈利水平仍处于高位。我们认为利润率的波动，一方面系上半年原材料涨价，及市场竞争背景下，公司产品价格可能小幅调降影响，但公司上市后，生产规模扩大，规模效应显现，有望对冲部分原材料涨价负面影响；一方面是市场结构的影响，2020 年上半年由于国内疫情，公司积极开拓海外市场，海外市场占比高，利润率较高，而 2021 年公司重心在国内，国内市场占比提升带来的市场结构影响所致。

● **展望后市，下游行业景气上行，公司后续催化充足**

①下游装机量超预期有望给公司带来收入与利润弹性。2021 年上半年全国风电新增并网装机 10.84GW，同比增长 71.5%，其中陆上风电新增装机 8.69GW、海上风电新增装机 2.15GW。全球风能协会此前预测 21 年中国风电新增装机量 32.7GW，按照中电联最新预测国内 21 年装机量将达 50GW，也即下半年新增风电装机量仍有 40GW 的空间，按照乐观情境下，我们测算有望给公司今年带来 1 亿营收及 2500 万利润增量。**②风机大型化趋势带动下，专用高空设备需求确定性强。**从招标情况来看，3MW 及以上机型成为招标市场的主流，风机大型化成为趋势，陆上风机大型化与海上风电快速发展，促进高空安全作业设备及相关安全防护产品进一步放量。**③下游风机制造商盈利修复，为设备开支提供资金保证。**原材料价格及风电单 GW 招标价格企稳，行业需求稳步增长，下游风机制造商进入盈利修复期，2020 上半年金风科技实现净利率 10.61%，同比增长 3.97pct，实现 2018 年以来首次增长；明阳智能实现净利率 9.10%，同比增长 2.84pct。

● **投资建议**

2021-2023 年，公司归母净利润分别为 2.63 亿、3.41 亿、4.12 亿，同比增速分别为 42.2%、29.5%、20.8%，公司 EPS 分别为 2.39/3.10/3.74 元，对应 PE 29.17/22.53/18.64X。维持“买入”评级。

● **风险提示**

下游风电行业景气度下行；海外市场开拓受阻；市场竞争加剧；新产品研发不及预期

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	681	883	1116	1342
收入同比 (%)	26.3%	29.7%	26.3%	20.3%
归属母公司净利润	185	263	341	412
净利润同比 (%)	30.6%	42.2%	29.5%	20.8%
毛利率 (%)	58.4%	57.6%	57.8%	58.2%
ROE (%)	20.2%	11.8%	13.3%	13.8%
每股收益 (元)	2.24	2.39	3.10	3.74
P/E	0.00	29.17	22.53	18.64
P/B	0.00	3.46	3.00	2.58
EV/EBITDA	-2.77	23.21	17.65	13.87

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表目录

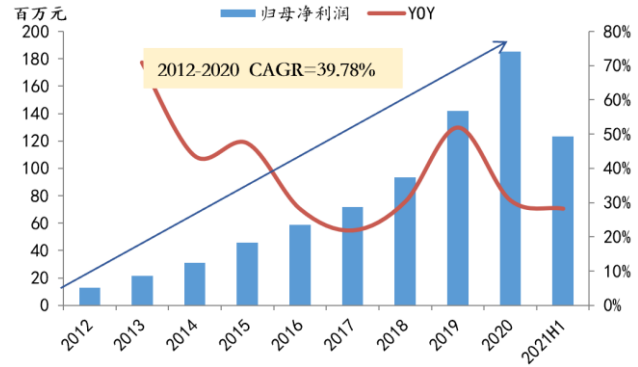
图表 1 中际联合历年营收及增速.....	4
图表 2 中际联合历年归母净利润及增速.....	4
图表 3 公司归母净利润及经营活动活动现金净流量.....	4
图表 4 中际联合 2021 年中报存货构成.....	4
图表 5 中际联合历年存货.....	4
图表 6 中际联合历年合同负债.....	5
图表 7 中际联合历年应收票据及应收账款.....	5
图表 8 中际联合销售毛利率及销售净利率.....	5
图表 9 中际联合期间费用率.....	5
图表 10 公司研发投入及占比.....	5

图表 1 中际联合历年营收及增速



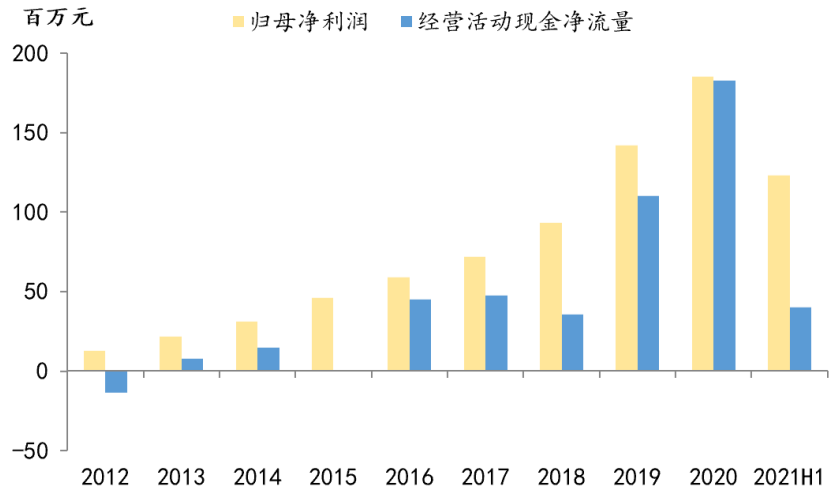
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 中际联合历年归母净利润及增速



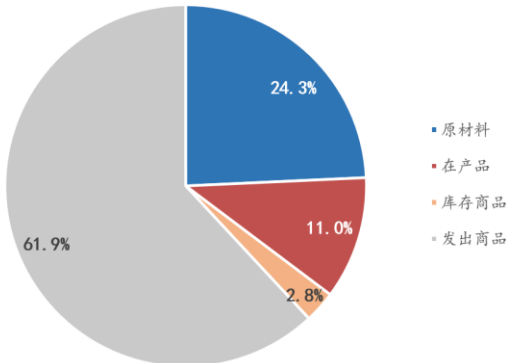
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 公司归母净利润及经营活动活动现金净流量



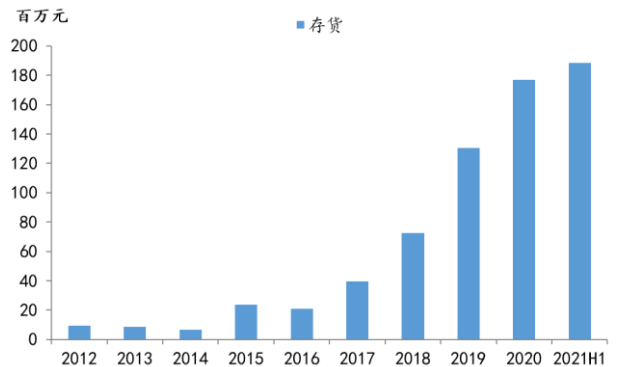
资料来源: 华安证券研究所绘制

图表 4 中际联合 2021 年中报存货构成



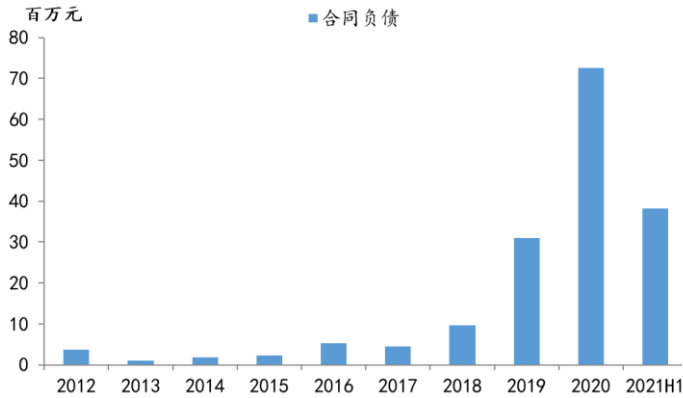
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 中际联合历年存货



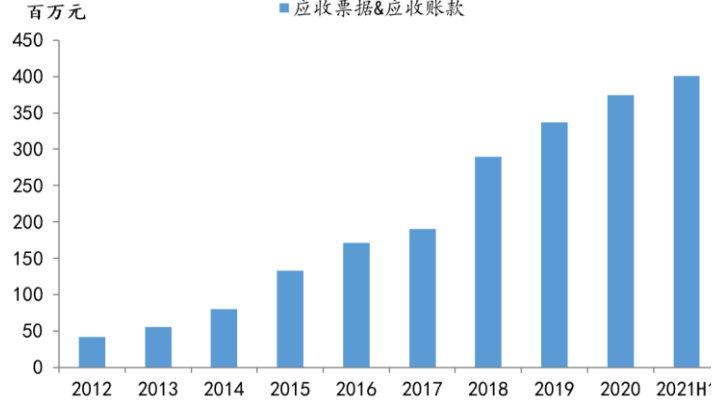
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表6 中际联合历年合同负债



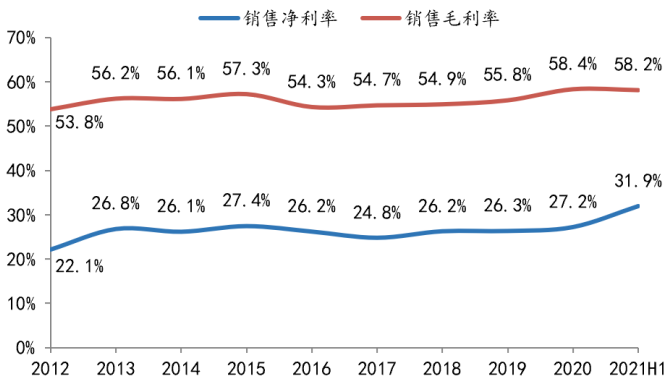
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表7 中际联合历年应收票据及应收账款



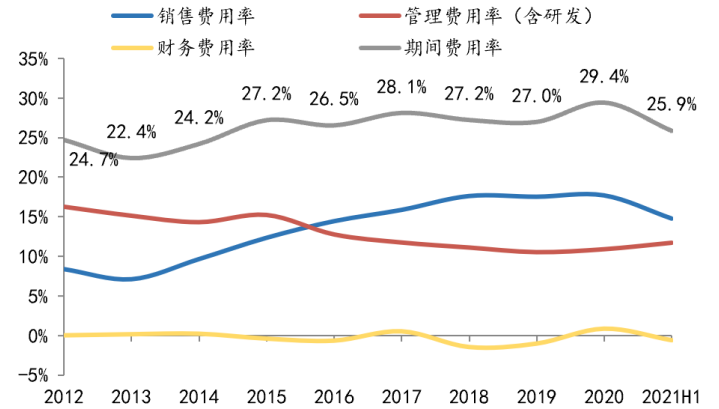
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表8 中际联合销售毛利率及销售净利率



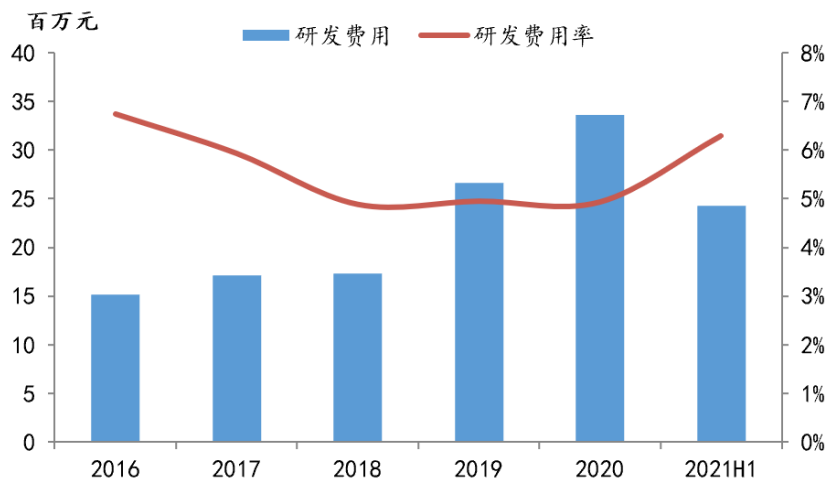
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表9 中际联合期间费用率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表10 公司研发投入及占比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1131	2521	2933	3404	营业收入	681	883	1116	1342
现金	564	1771	1969	2240	营业成本	283	375	470	561
应收账款	197	254	321	386	营业税金及附加	6	9	11	13
其他应收款	3	4	5	6	销售费用	121	156	197	237
预付账款	6	7	9	11	管理费用	40	52	65	79
存货	177	236	303	369	财务费用	6	-20	-33	-37
其他流动资产	184	248	327	392	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	92	92	92	92	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	3	4	5
固定资产	67	67	67	68	营业利润	212	304	393	475
无形资产	14	14	14	14	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	10	10	10	10	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1222	2613	3025	3496	利润总额	212	304	393	475
流动负债	299	382	454	512	所得税	27	41	52	63
短期借款	0	0	0	0	净利润	185	263	341	412
应付账款	129	169	213	254	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	170	213	241	259	归属母公司净利润	185	263	341	412
非流动负债	8	8	8	8	EBITDA	203	255	324	392
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.24	2.39	3.10	3.74
其他非流动负债	8	8	8	8					
负债合计	307	390	462	521					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	83	110	110	110					
资本公积	321	1337	1337	1337					
留存收益	511	775	1116	1528					
归属母公司股东权益	915	2222	2563	2976					
负债和股东权益	1222	2613	3025	3496					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	183	166	199	272	成长能力				
净利润	185	263	341	412	营业收入	26.3%	29.7%	26.3%	20.3%
折旧摊销	7	6	6	6	营业利润	28.8%	43.8%	29.2%	20.8%
财务费用	0	0	0	0	归属于母公司净利	30.6%	42.2%	29.5%	20.8%
投资损失	-2	-3	-4	-5	获利能力				
营运资金变动	-11	-100	-144	-140	毛利率 (%)	58.4%	57.6%	57.8%	58.2%
其他经营现金流	200	363	485	552	净利率 (%)	27.2%	29.8%	30.6%	30.7%
投资活动现金流	-7	-2	-2	-1	ROE (%)	20.2%	11.8%	13.3%	13.8%
资本支出	-10	-5	-6	-5	ROIC (%)	18.8%	9.7%	10.8%	11.3%
长期投资	1	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	2	3	4	5	资产负债率 (%)	25.1%	14.9%	15.3%	14.9%
筹资活动现金流	-43	1043	0	0	净负债比率 (%)	33.5%	17.6%	18.0%	17.5%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.78	6.59	6.46	6.64
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.17	5.96	5.78	5.90
普通股增加	0	28	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	1016	0	0	总资产周转率	0.56	0.34	0.37	0.38
其他筹资现金流	-43	0	0	0	应收账款周转率	3.45	3.48	3.48	3.48
现金净增加额	119	1207	197	272	应付账款周转率	2.20	2.21	2.21	2.21

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩，郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。