

证券研究报告

公司研究

点评报告

中际联合 (605305.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗政 机械设备行业首席分析师

执业编号: S1500520030002

联系电话: +86 61678586

邮箱: luozheng@cindasc.com

刘卓 机械设备行业分析师

执业编号: S1500519090002

联系电话: +86 10 83326753

邮箱: liuzhuo@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q3 增速明显回升, 风电需求有望持续改善

2021年10月27日

事件: 近日公司发布 2021 年三季报, 2021 年前三季度公司实现营业收入 6.24 亿元, 同比增长 29.19%; 实现归母净利润 1.80 亿元, 同比增长 25.08%。基本每股收益 1.85 元。

点评:

- **Q3 收入增速回升, 受益风电存量需求支撑。**公司前三季度实现收入 6.24 亿元, 同增 29.19%, Q3 实现收入 2.38 亿元, 同增 25.90%, 增速环比 Q2 提升 18.2 个百分点, 增速明显回升。去年陆上风电抢装导致今年装机量有所下滑, 多数整机和零部件企业 Q3 业绩回落, 如金风科技 Q3 收入同降 11.1%, 泰胜风能和天顺风能 Q3 收入分别同降 13.0% 和 13.2%。公司跨越风电装机波动, 实现业绩的稳健增长, 公司产品需求受存量市场改装和增量市场新装共同驱动, 因此能够平抑掉新增装机的波动。公司截至半年度末的存货 (以发出商品为主) 为 1.89 亿元, 同增 33.71%, 下半年公司订单交付有保证, 预计四季度收入端仍有望保持较高增速。
- **Q3 毛利率有所承压, 费用率有所改善。**公司 Q3 实现归母净利润 5724.11 万元, 同增 18.95%, 净利率 24.03%, 同比略降 1.40pct。一方面受原材料涨价影响公司成本端有所提升, Q3 毛利率 53.22%, 同比下降 3.69pct, 但其实也可以看到公司持续改进工艺、提高生产效率、降低生产成本带来的盈利韧性; 另一方面公司费用率有所改善, Q3 销售费用率 15.81%, 同比下降 1.36pct, 管理费用率 4.71%, 同比下降 0.10pct, 财务费用率同比下降 3.62pct, 研发费用率 6.03%, 同比提升 1.67pct, 研发保持高投入, 持续巩固公司在产品性能和成本端的竞争优势, 我们认为公司盈利能力在长期竞争中仍能保持较强韧性。
- **风电需求有望持续改善, 风电外领域空间较大。**公司主营产品风电高空作业设备受益全球风电存量市场设备渗透率持续提升和增量市场持续扩容。存量市场渗透率提升空间大, 公司竞争力突出, 存量需求释放叠加市占率提升双重驱动; 增量市场受益政策强化和大型化趋势降本。双碳目标强化下预计到 2025 年非化石能源消费比重达到 20% 左右, 到 2030 年非化石能源消费比重达 25% 左右。我们预计风电新增装机需求将持续改善, 上半年国内市场招标总量达 31.5GW, 同比增长 167.5%, 奠定明年高增基础, 十四五期间预计年均装机 60GW, 随风机大型化演进还有进一步超预期的可能。此外公司将持续拓展风电外市场, 产品已在风电外领域如电网、通信、火力发电、建筑、桥梁等领域有应用。我们认为电网和通信塔架有望成为继风电后下一个高爆发应用场景, 有望开启第二成长曲线。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2021 年至 2023 年净利润分别为 2.32 亿元、3.07 亿元和 3.96 亿元, 相对应的 EPS 分别为 2.10 元/股、2.79 元/股和 3.60 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 52 倍、39 倍和 30

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

倍。维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**行业竞争加剧风险、海外业务进展不达预期风险、风电外领域拓展不达预期、新冠疫情反复风险、政策变动风险、原材料价格波动风险等。

重要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	539	681	877	1,155	1,503
增长率 YoY %	51.6%	26.3%	28.8%	31.7%	30.1%
归属母公司净利润 (百万元)	142	185	232	307	396
增长率 YoY%	51.9%	30.6%	25.1%	32.7%	28.9%
毛利率%	55.8%	58.4%	56.3%	55.9%	55.6%
净资产收益率ROE%	18.3%	20.2%	10.8%	12.6%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	1.29	1.68	2.10	2.79	3.60
市盈率 P/E(倍)	84.71	64.88	51.88	39.10	30.34
市净率 P/B(倍)	15.47	13.12	5.63	4.92	4.23

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月27日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	928	1,131	2,453	2,891	3,453	
货币资金	453	564	1,635	1,842	2,112	
应收票据	133	177	228	301	391	
应收账款	203	197	240	316	412	
预付账款	5	6	8	10	13	
存货	130	177	241	321	421	
其他	3	9	101	102	103	
非流动资产	87	92	94	96	98	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	65	67	69	71	73	
无形资产	14	14	14	14	14	
其他	7	10	10	10	11	
资产总计	1,015	1,222	2,547	2,987	3,551	
流动负债	233	299	404	537	705	
短期借款	0	0	5	10	15	
应付票据	61	65	89	119	156	
应付账款	120	129	178	237	311	
其他	52	105	131	172	223	
非流动负债	6	8	8	8	8	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	6	8	8	8	8	
负债合计	239	307	412	545	713	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	776	915	2,135	2,442	2,838	
负债和股东权益	1,015	1,222	2,547	2,987	3,551	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	539	681	877	1,155	1,503	
同比	51.6%	26.3%	28.8%	31.7%	30.1%	
归属母公司净利润	142	185	232	307	396	
同比	51.9%	30.6%	25.1%	32.7%	28.9%	
毛利率(%)	55.8%	58.4%	56.3%	55.9%	55.6%	
ROE%	18.3%	20.2%	10.8%	12.6%	14.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.29	1.68	2.10	2.79	3.60	
P/E	84.71	64.88	51.88	39.10	30.34	
P/B	15.47	13.12	5.63	4.92	4.23	
EV/EBITDA	56.87	41.50	44.01	33.14	25.08	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	539	681	877	1,155	1,503	
营业成本	238	283	383	509	668	
营业税金及	5	6	8	11	14	
销售费用	94	121	155	203	263	
管理费用	30	40	57	74	95	
研发费用	27	34	43	57	74	
财务费用	-6	6	-8	-13	-14	
减值损失合	-1	0	0	0	0	
投资净收益	1	2	3	3	5	
其他	14	18	24	33	45	
营业利润	164	212	265	351	453	
营业外收支	0	1	0	0	0	
利润总额	164	212	265	352	453	
所得税	23	27	34	45	58	
净利润	142	185	232	307	396	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	142	185	232	307	396	
EBITDA	150	203	236	307	395	
EPS(当	1.29	1.68	2.10	2.79	3.60	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	110	183	176	206	268	
净利润	142	185	232	307	396	
折旧摊销	6	7	6	6	6	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-1	-2	-3	-3	-5	
营运资金变	-41	-11	-58	-103	-128	
其它	4	4	-1	-1	-1	
投资活动现金流	-12	-7	-98	-4	-3	
资本支出	-14	-10	-7	-7	-7	
长期投资	1	1	-94	0	0	
其他	1	2	3	3	5	
筹资活动现金流	-28	-43	993	5	5	
吸收投资	0	0	28	0	0	
借款	0	0	5	5	5	
支付利息或	-28	-43	-56	0	0	
现金流净增加额	72	119	1,070	207	271	

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

刘崇武，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020年6月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。