

2021年12月27日

中际联合 (605305.SH)

公司快报

证券研究报告

其他专用机械

产品属性决定高盈利，多重催化助力高成长

■中际联合是国内领先的专用高空安全作业设备和服务解决方案提供商，现阶段公司业务主要聚焦于风电领域，兼具高成长性和高盈利性。从盈利性上讲，2012-2020年公司毛利率与净利率分别维持在55%/26%上下水平，从成长性来讲，2012-2020年，公司营收由0.57亿元增长至6.81亿元，CAGR达36.22%，归母净利润由0.13亿增长至1.85亿，CAGR达39.78%，过去10年，尽管风电行业装机量有所波动，公司业绩从未出现负增长。我们认为公司靓丽财务数据的核心原因是：产品属性决定公司高盈利，市场扩容与多元化助力公司高成长。

■四大产品属性决定公司高盈利：①**利基性**：公司主营高空安全升降设备与防护设备，主要应用于风电特殊工况，市场空间不能算大但相对封闭，且对大型设备厂商（如电梯厂）没有足够吸引力，因此行业内全球的主流供应商不超过10家；②**定制化**：为实现安全升降设备产品与风电机组的高度匹配需要针对性研发，需要吸收大量项目经验积累 Know-How，产品做出容易做好难；③**高附加**：议价能力高，涉及人身安全下游为防止偷工减料不会轻易压价，且客户重视品牌效应倾向于选择“最稳妥”的品牌，因此具有品牌溢价；④**高回报**：安全升降类设备单价不高，占风电机组成本的比例不高。2020年中际联合免爬器产品平均单价约2万元，升降机产品平均单价约4.3万元，以3MW风机为例（根据CEWA公布的月度招标均价，假设招标价格2000元/KW），则机组成本为600万元，免爬器与助爬器分别约占单个风电机组成本的0.3%和0.7%，并非整机厂降低供应链成本的重点考量因素。

■逻辑助力高成长：①**“价”**：产业升级，升降设备三类子产品塔筒升降机、免爬器、助爬器之间具有迭代性，免爬器正全面替代助爬器，随着风机大型化趋势及海上风电渗透率提升，塔筒升降机逐渐受到市场青睐，从而带动单套价值量提升。②**“量”**：（1）下游风电装机量持续扩容：2021-2025年预计年均新增吊装装机至少50GW。根据GWEC《全球风能报告2021》中对未来逐年全球新增装机量以及对未来中国新增装机量占比的预测，推算出2021至2025年中国新增吊装装机量总计201.7GW。考虑我国十四五期间对风电产业的促进提升作用，《风能北京宣言》提出我国年均新增吊装装机至少50GW，总计至少250GW，且有望进一步超市场预期；（2）存量市场激活：单以升降设备而论，我们测算，老旧风机技改拉动未来5年全球潜在存量市场规模与新增

投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：**120元**
股价（2021-12-26）**90.80元**

交易数据

总市值(百万元)	10,336.70
流通市值(百万元)	2,584.18
总股本(百万股)	110.00
流通股本(百万股)	27.50
12个月价格区间	39.12/124.35元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.61	7.37	141.32
绝对收益	-15.48	7.21	149.24

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004
guoqq@essence.com.cn

相关报告

中际联合：高空安全设备龙头，受益下游风电高景气/李哲 2021-10-17

市场规模相当，均接近 10 亿人民币；(3) 海外市场打开：公司积极开拓海外市场，印度、美国市场已经打开局面，海外营收占比有望提升。

③ “多元化扩张”：(1) 风电领域：高空安全防护类设备属于供给创造需求，公司不断开拓新产品（如海上吊机、速差器、安全护栏等）逐步培育用户习惯，拓展新的增长点。(2) 从风电到其他领域，公司以风电领域为基础外延拓展，形成“风电+建筑+电网塔架+仓储+石化+民用应急逃生”，逐步打开成长空间。

■ **投资建议**：预计 2021-2023 年，公司分别实现营业收入 8.83/11.16/13.42 亿元，yoy+29.7%/26.3%/20.3%，净利润 2.54/3.34/4.11 亿元，yoy+34.1%/34.7%/23.1%。公司 EPS 分别为 2.31/3.03/3.74 元，对应 PE39.3/29.9/24.3X。给予“增持-A”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

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	539.1	681.0	883.2	1,115.7	1,341.7
净利润	141.8	185.1	254.1	333.7	410.9
每股收益(元)	1.29	1.68	2.31	3.03	3.74
每股净资产(元)	7.06	8.32	10.39	12.82	15.81

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	70.4	54.0	39.3	29.9	24.3
市净率(倍)	12.9	10.9	8.7	7.1	5.7
净利润率	26.3%	27.2%	28.8%	29.9%	30.6%
净资产收益率	18.3%	20.2%	22.2%	23.7%	23.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
ROIC	49.0%	60.0%	72.6%	62.6%	68.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	539.1	681.0	883.2	1,115.7	1,341.7	成长性					
减:营业成本	238.2	283.4	374.8	470.3	561.0	营业收入增长率	51.6%	26.3%	29.7%	26.3%	20.3%
营业税金	5.0	6.3	8.9	10.6	12.9	营业利润增长率	49.8%	28.8%	36.3%	31.3%	23.2%
销售费用	94.5	120.5	141.3	167.4	201.3	净利润增长率	51.9%	30.6%	37.3%	31.3%	23.1%
管理费用	29.9	40.4	44.2	55.8	60.4	EBITDA 增长率	70.2%	34.8%	41.1%	31.7%	22.6%
研发费用	26.6	33.5	35.3	44.6	53.7	EBIT 增长率	68.9%	35.5%	40.3%	31.9%	23.1%
财务费用	-5.6	5.7	-6.8	-10.0	-11.7	NOPLAT 增长率	53.9%	38.6%	30.6%	31.0%	23.3%
资产减值损失	-1.1	-0.0	1.0	-0.0	0.3	投资资本增长率	13.1%	8.0%	52.0%	12.4%	30.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	17.5%	17.9%	24.9%	23.4%	23.3%
投资和汇兑收益	1.0	2.5	1.9	1.8	2.0	利润率					
营业利润	164.4	211.6	288.4	378.8	466.5	毛利率	55.8%	58.4%	57.6%	57.8%	58.2%
加:营业外净收支	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	营业利润率	30.5%	31.1%	32.7%	34.0%	34.8%
利润总额	164.5	212.1	288.8	379.2	466.9	净利润率	26.3%	27.2%	28.8%	29.9%	30.6%
减:所得税	22.7	27.0	34.7	45.5	56.0	EBITDA/营业收入	28.2%	30.1%	32.8%	34.2%	34.9%
净利润	141.8	185.1	254.1	333.7	410.9	EBIT/营业收入	27.3%	29.3%	31.7%	33.1%	33.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	41	35	36	38	34
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	流动营业资本周转天数	151	135	136	137	144
货币资金	453.1	564.2	1,067.1	1,320.0	1,469.8	流动资产周转天数	560	544	619	665	654
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	138	107	142	129	126
应收帐款	204.5	199.7	497.7	302.0	637.2	存货周转天数	68	81	67	71	73
应收票据	133.4	177.3	182.5	289.0	286.4	总资产周转天数	614	591	664	710	694
预付帐款	4.8	6.0	3.2	10.4	6.7	投资资本周转天数	199	174	175	178	180
存货	130.5	177.0	152.2	289.1	253.6	投资回报率					
其他流动资产	1.8	6.5	4.1	4.1	4.9	ROE	18.3%	20.2%	22.2%	23.7%	23.6%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	14.0%	15.1%	12.5%	14.1%	14.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	49.0%	60.0%	72.6%	62.6%	68.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	17.5%	17.7%	16.0%	15.0%	15.0%
固定资产	65.5	67.1	107.7	126.1	123.9	管理费用率	5.5%	5.9%	5.0%	5.0%	4.5%
在建工程	0.0	0.2	2.0	4.5	7.6	研发费用率	4.9%	4.9%	4.0%	4.0%	4.0%
无形资产	14.3	14.4	13.8	13.3	12.7	财务费用率	-1.0%	0.8%	-0.8%	-0.9%	-0.9%
其他非流动资产	7.2	9.9	7.4	7.1	6.6	四费/营业收入	27.0%	29.4%	24.2%	23.1%	22.6%
资产总额	1,015.1	1,222.3	2,037.7	2,365.5	2,809.5	偿债能力					
短期债务	-	-	350.0	350.0	350.0	资产负债率	23.5%	25.1%	43.9%	40.4%	38.1%
应付帐款	121.9	130.3	203.9	213.0	285.9	负债权益比	30.8%	33.5%	78.3%	67.8%	61.6%
应付票据	61.0	65.3	84.5	115.4	122.2	流动比率	3.98	3.78	2.42	2.77	2.91
其他流动负债	50.1	103.2	150.3	120.6	155.8	速动比率	3.42	3.19	2.22	2.41	2.63
长期借款	-	-	100.0	150.0	150.0	利息保障倍数	-26.09	34.85	-40.87	-36.84	-38.82
其他非流动负债	5.9	8.1	6.0	6.7	6.9	分红指标					
负债总额	238.9	306.9	894.7	955.6	1,070.9	DPS(元)	-	-	0.46	0.61	0.75
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	82.5	82.5	110.0	110.0	110.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
留存收益	687.1	829.7	1,033.0	1,299.9	1,628.6						
股东权益	776.2	915.4	1,143.0	1,409.9	1,738.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.29	1.68	2.31	3.03	3.74
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	BVPS(元)	7.06	8.32	10.39	12.82	15.81
净利润	141.8	185.1	254.1	333.7	410.9	PE(X)	70.4	54.0	39.3	29.9	24.3
加:折旧和摊销	5.5	6.7	10.1	12.7	13.6	PB(X)	12.9	10.9	8.7	7.1	5.7
资产减值准备	1.1	0.0	-	-	-	P/FCF	94.9	62.5	19.0	31.3	43.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	18.5	14.7	11.3	9.0	7.4
财务费用	-	-	-6.8	-10.0	-11.7	EV/EBITDA	-	-	32.3	24.0	19.3
投资损失	-1.0	-2.5	-1.9	-1.8	-2.0	CAGR(%)	33.0%	30.4%	39.6%	33.0%	30.4%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	2.1	1.8	1.0	0.9	0.8
营运资金的变动	-40.9	67.2	-132.9	-43.7	-178.5	ROIC/WACC	4.9	6.0	7.2	6.2	6.8
经营活动产生现金流量	110.0	182.7	122.7	290.9	232.2	REP	-	-	2.5	2.5	1.7
投资活动产生现金流量	-12.1	-7.0	-50.1	-31.2	-12.0						
融资活动产生现金流量	-28.0	-42.6	430.3	-6.7	-70.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034