

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

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

业绩符合预期，受益风电长赛道和业务拓展！

2022年4月15日

事件：近日公司发布2021年报，2021年公司实现营业收入8.83亿元，同比增长29.64%；实现归母净利润2.32亿元，同比增长25.17%。基本每股收益2.30元。

点评：

- **业绩增速逐季回升，盈利能力韧性较强。**公司2021年实现收入8.83亿，同增29.64%，分季度来看，Q1-Q4收入增速分别为95.26%、7.70%、25.90%、30.73%；2021年公司实现归母净利润2.32亿元，同增25.17%，Q1-Q4归母净利润增速分别为115.69%、-0.16%、18.95%、25.47%，Q2后业绩增速逐季回升。2020年陆上风电抢装年后，2021年国内风电装机量有所下降，公司业绩实现逆周期较快增长，主要是由于公司主营产品风电高空作业设备和维保服务业务除受益新增装机增长外，同样也受益于风电存量装机规模扩大。此外，盈利能力方面，2021年公司净利率26.25%，同比略降0.93pct，公司原材料成本占比超70%，在原材料成本上涨和风电产业链价格下降压力下，通过改进生产工艺和提高生产效率实现降本和较好的盈利韧性。
- **高空作业设备业务受益风电存量市场渗透率提升和新增装机增长。**公司2021年公司高空作业设备业务收入8.52亿，同增27.98%，占总营收的比例为96.55%，其中升降设备收入6.39亿，同增40.62%，毛利率52.18%，同降0.18pct，防护设备收入2.14亿，同增0.86%，毛利率36.01%，同降10.53pct。我们认为公司高空作业设备业务将保持较高增速，主要受益于全球风电存量市场渗透率提升和新增装机保持较快增长，2021年我国风电新增装机47.57GW，招标量约50GW，我们预计2022年国内新增装机60GW，2021年全球风电新增装机93.6GW，我们预计2022-2026年年均新增装机超100GW，未来全球新增装机保持较快增长，累计装机快速扩容。公司客户目前覆盖国内全部风机制造商和五大电力集团，覆盖全球新增装机前十大风机制造商，全球市占率第一，2021年11月入选工信部“制造业单项冠军示范企业”，品牌影响力持续增强。
- **风电维保服务、海外市场、风电外领域齐发力，长期成长空间大。**风电高空作业设备维保周期较短，存量维保市场逐步扩大，2021年公司风电高空作业维保服务业务收入2527.41万元，同增103.33%。公司海外市场逐步发力，2021年公司海外收入1.49亿元，同增89.85%，毛利率56.47%，同降1.24pct。风电外市场需求逐步提升，公司2021年风电外行业收入168.63万元，同增353.94%。我们预计电网、通信等风电领域需求将逐步提升，截至2021年底我国220KV及以上输电线路长度达到84.34万公里，十四五期间新增特高压交流线路1.26万公里，直流线路1.72万公里；截至2021年底我国移动通信基站总数996万个，2021年新增5G基站超65万个，风电外需求空间较大。我们预

计随着全球风电装机规模的持续增长，以及电网、通信等风电外领域需求逐步打开，我们预计公司长期成长空间较大。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022 年至 2024 年净利润分别为 3.08 亿元、3.99 亿元和 4.99 亿元，相对应的 EPS 分别为 2.80 元/股、3.63 元/股和 4.54 元/股，对应当前股价 PE 分别为 19 倍、15 倍和 12 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	681	883	1,129	1,453	1,799
增长率 YoY %	26.3%	29.6%	27.9%	28.7%	23.9%
归属母公司净利润 (百万元)	185	232	308	399	499
增长率 YoY%	30.6%	25.2%	32.7%	29.8%	25.0%
毛利率%	50.3%	47.7%	47.2%	47.1%	47.0%
净资产收益率ROE%	20.2%	11.2%	13.1%	14.6%	15.4%
EPS(摊薄)(元)	1.68	2.11	2.80	3.63	4.54
市盈率 P/E(倍)	0.00	45.71	18.97	14.62	11.69
市净率 P/B(倍)	0.00	5.14	2.49	2.13	1.80

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 14 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,131	2,277	2,641	3,154	3,775	
货币资金	564	1,591	1,767	2,028	2,380	
应收票据	177	215	275	354	439	
应收账款	197	285	365	470	582	
预付账款	6	2	3	4	5	
存货	177	179	229	295	366	
其他	9	5	3	4	4	
非流动资产	92	99	100	103	105	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	67	66	68	70	72	
无形资产	14	16	16	16	16	
其他	10	17	16	16	17	
资产总计	1,222	2,376	2,742	3,257	3,880	
流动负债	299	305	390	506	630	
短期借款	0	0	5	10	15	
应付票据	65	85	109	141	175	
应付账款	129	136	175	225	279	
其他	105	84	101	130	161	
非流动负债	8	11	11	11	11	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	8	11	11	11	11	
负债合计	307	316	401	517	641	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	915	2,060	2,340	2,740	3,239	
负债和股东权益	1,222	2,376	2,742	3,257	3,880	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	681	883	1,129	1,453	1,799
同比	26.3%	29.6%	27.9%	28.7%	23.9%
归属母公司净利润	185	232	308	399	499
同比	30.6%	25.2%	32.7%	29.8%	25.0%
毛利率(%)	50.3%	47.7%	47.2%	47.1%	47.0%
ROE%	20.2%	11.2%	13.1%	14.6%	15.4%
EPS(摊薄)(元)	1.68	2.11	2.80	3.63	4.54
P/E	0.00	45.71	18.97	14.62	11.69
P/B	0.00	5.14	2.49	2.13	1.80
EV/EBITDA	-2.77	37.90	21.40	15.80	11.91

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	681	883	1,129	1,453	1,799	
营业成本	339	462	596	768	953	
营业税金及附加	6	5	6	8	10	
销售费用	65	88	111	139	169	
管理费用	40	46	58	73	90	
研发费用	34	57	70	87	104	
财务费用	6	-3	-13	-14	-15	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	2	17	21	28	34	
其他	18	19	28	37	47	
营业利润	212	264	350	455	569	
营业外收支	1	0	0	0	0	
利润总额	212	264	351	455	569	
所得税	27	33	43	56	70	
净利润	185	232	308	399	499	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	185	232	308	399	499	
EBITDA	203	238	294	382	478	
EPS(当	1.68	2.11	2.80	3.63	4.54	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	183	113	186	236	320
净利润	185	232	308	399	499
折旧摊销	7	12	6	6	6
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-2	-17	-21	-28	-34
营运资金变	-11	-119	-107	-141	-150
其它	4	5	2	0	0
投资活动现金流	-7	7	13	20	27
资本支出	-10	-10	-7	-7	-7
长期投资	1	0	0	0	0
其他	2	17	20	28	34
筹资活动现金流	-43	910	-23	5	5
吸收投资	0	984	42	0	0
借款	0	0	5	5	5
支付利息或股息	-43	-56	-70	0	0
现金流净增加额	119	1,024	176	262	352

研究团队简介

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。

刘俊奇，上海交通大学动力工程硕士，2021年加入信达证券研发中心，现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
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	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	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	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
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。