

# 中际联合（605305）：业绩符合预期，产品出海与应用拓展未来可期

## ——2021 年年报点评

2022 年 4 月 16 日

推荐/维持

中际联合 公司报告

**财务要点：**公司发布 2021 年年报，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%，符合此前市场一致预期。

**高空升降设备贡献主要增量，综合毛利率有所下滑，研发投入大幅增加。**收入增速方面，公司高空升降设备实现营收 6.39 亿元，同比增长 40.62%，高空作业服务实现营收 2527 万元，同比增长 103.33%。成本方面，公司直接材料成本占产品成本的 70% 以上，2021 年由于原材料价格上涨较快，导致公司主营业务综合毛利率同期下降 2.71pct，未来原材料价格若能回落，毛利率将逐渐恢复至原水平。研发投入方面，2021 年研发费用 5665 万，同比增长 68.84%，公司聚焦研发设计环节，通过产品结构、工艺和材料的优化改进等方式，有效降低和控制产品生产成本。

**风机大型化趋势确定，公司高毛利塔筒升降机产品渗透率快速提升。**塔筒升降机为公司核心产品，由于风机大型化是实现风电平价上网的必要手段，随着风机塔筒高度的不断增加，高空作业危险性也随之增加，利好提升作业安全性和有利于增效降本的需求，其在新装机市场占有率从不足 30% 上升至目前接近 50%。公司作为高空安全设备龙头公司，顺应行业趋势，其高毛利的塔筒升降机对收入的贡献有望得到进一步提升。

**海外市场与应用场景拓展齐发力，驱动公司打开长期天花板。**公司加速进军海外市场，2021 年实现收入 1.49 亿元，占主营业务收入 17.01%，同比提升 5.42pct，后续公司将持续在资质认证、产品质量和售后服务等方面发力，积极拓展海外客户。公司非风电行业实现营收 169 万，同比增长 353.94%，产品已经拓展至电网、通信、畜牧和建筑等领域的应用，虽然目前该部分收入贡献较小，但目前公司正积极组建研发、市场、销售人员在其它相关领域进行探索，进一步扩大公司产品应用范围，为公司未来的持续发展开辟新市场。

**公司盈利预测及投资评级：**基于我们对公司海外市场与终端应用场景开拓前景的看好，维持“推荐”评级。我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 3.04、3.91 和 5 亿元，对应 EPS 分别为 2.77、3.56 和 4.54 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 19、15 和 12 倍。

**风险提示：**风电行业发展不及预期、产品下游应用开拓不及预期、公司海外业务扩张不及预期、中美关系恶化、市场竞争加剧

### 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	681.01	882.84	1,111.39	1,411.41	1,792.50
增长率（%）	26.33%	29.64%	25.89%	26.99%	27.00%
归母净利润（百万元）	185.12	231.71	304.32	391.23	499.87
增长率（%）	30.57%	25.17%	31.34%	28.56%	27.77%
净资产收益率（%）	20.22%	11.25%	13.33%	15.18%	16.92%
每股收益（元）	2.24	2.30	2.77	3.56	4.54

### 公司简介：

中际联合是国内领先的高空安全作业设备及服务解决方案提供商。公司研发和生产的塔筒升降机、免爬器和助爬器等产品已覆盖全球前 15 家风机制造商中的 13 家，在国内风电领域市场占有率超过 60%，且海外业绩增速亮眼。

资料来源：公司公告、WIND

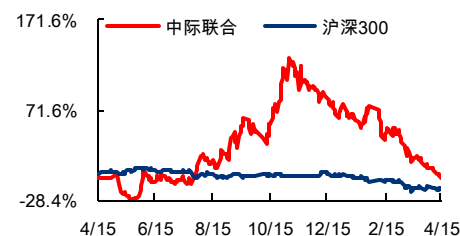
### 未来 3-6 个月重大事项提示：

2022-04-26 2021 年年报业绩发布会，  
 2022-04-28 2022 年一季报披露，  
 2022-05-06 4950 万股原股东限售股解禁，  
 2022-05-09 召开股东大会。

### 交易数据

52 周股价区间（元）	124.35-39.12
总市值（亿元）	57.56
流通市值（亿元）	14.39
总股本/流通 A 股（万股）	11,000/11,000
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	5.88

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

### 研究助理：祁岩

010-66554018

qiy an-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121090016

---

PE	23.36	22.75	18.92	14.71	11.52
PB	4.72	2.79	2.52	2.23	1.95

---

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
<b>流动资产合计</b>	1131	2277	2736	2860	3280	<b>营业收入</b>	681	883	1111	1411	1792		
货币资金	564	1591	889	1129	1595	<b>营业成本</b>	283	462	556	658	836		
应收账款	197	285	350	445	565	营业税金及附加	6	5	7	8	11		
其他应收款	3	2	3	3	4	营业费用	121	88	111	169	215		
预付款项	6	2	3	4	6	管理费用	40	46	58	73	93		
存货	177	179	221	261	332	财务费用	6	-3	-6	-3	-13		
其他流动资产	6	3	3	3	3	研发费用	34	57	67	85	108		
<b>非流动资产合计</b>	92	99	112	152	158	资产减值损失	-0.02	-0.32	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	67	66	65	91	108	投资净收益	2.46	16.97	3.00	1.00	2.00		
无形资产	14	16	15	14	14	加:其他收益	22.88	25.50	23.00	23.00	23.00		
其他非流动资产	1	0	1	1	1	<b>营业利润</b>	212	264	346	444	568		
<b>资产总计</b>	1222	2376	2848	3012	3438	营业外收入	0.60	0.26	0.50	0.50	0.50		
<b>流动负债合计</b>	299	305	558	427	476	营业外支出	0.07	0.16	0.20	0.20	0.20		
短期借款	0	0	213	34	0	<b>利润总额</b>	212	264	346	445	568		
应付账款	129	136	160	189	240	所得税	27	33	41	53	68		
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	185	232	304	391	500		
一年内到期的非流动负债	0	2	2	2	2	少数股东损益	0	0	0	0	0		
<b>非流动负债合计</b>	8	11	1	1	1	归属母公司净利润	185	232	304	391	500		
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
<b>负债合计</b>	307	316	559	428	477	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	26.33%	29.64%	25.89%	26.99%	27.00%		
实收资本(或股本)	83	110	110	110	110	营业利润增长	28.75%	24.89%	30.73%	28.59%	27.79%		
资本公积	321	1263	1263	1263	1263	归属于母公司净利润增长	30.57%	25.17%	31.34%	28.56%	27.77%		
未分配利润	450	607	738	906	1121	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权益合计	915	2060	2283	2578	2955	毛利率(%)	58.38%	47.67%	50.01%	53.39%	53.38%		
<b>负债和所有者权益</b>	1222	2376	2847	3010	3437	净利率(%)	27.18%	26.25%	27.38%	27.72%	27.89%		
<b>现金流量表</b>		单位:百万元					总资产净利润(%)	15.14%	9.75%	10.68%	12.99%	14.54%	
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	20.22%	11.25%	13.33%	15.18%	16.92%		
<b>经营活动现金流</b>	183	113	172	234	296	<b>偿债能力</b>							
净利润	185	232	304	391	500	资产负债率(%)	25%	13%	20%	14%	14%		
折旧摊销	6.68	8.95	7.44	9.81	13.67	流动比率	3.78	7.47	4.91	6.70	6.89		
财务费用	6	-3	-6	-3	-13	速动比率	3.19	6.88	4.51	6.09	6.19		
应收帐款减少	6	-88	-65	-95	-120	<b>营运能力</b>							
预收帐款增加	-31	0	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.49	0.43	0.48	0.56		
<b>投资活动现金流</b>	-7	7	-1014	276	312	应收账款周转率	3	4	3	4	4		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.47	6.68	7.52	8.09	8.34		
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	2	17	3	1	2	每股收益(最新摊薄)	2.24	2.30	2.77	3.56	4.54		
<b>筹资活动现金流</b>	-43	910	140	-270	-142	每股净现金流(最新摊薄)	1.61	9.37	-6.38	2.18	4.24		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	11.10	18.73	20.76	23.43	26.86		
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>							
普通股增加	0	28	0	0	0	P/E	23.36	22.75	18.92	14.71	11.52		
资本公积增加	0	942	0	0	0	P/B	4.72	2.79	2.52	2.23	1.95		
<b>现金净增加额</b>	133	1030	-701	240	466	EV/EBITDA	16.80	15.50	14.66	10.34	7.32		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	中际联合（605305）：“乘风出海”，高空安全设备龙头迈向全球	2021-12-01

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 4 年投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖环保、电力设备新能源等研究领域, 从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围, 2020 年 wind 金牌分析师第 5。

## 研究助理简介

### 祁岩

北京理工大学硕士, 2 年汽车实业经验, 2 年证券从业经验。2021 年加入东兴证券研究所, 负责机械行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526