

疫情拖累短期业绩，基本面将见底改善

2022 年 08 月 25 日

► **事件：**公司披露 2022 年中报，2022H1，实现收入 3.61 亿元，yoy-6.43%，归母净利润 0.87 亿元，yoy-29.37%，毛利率 43.98%，yoy-14.19pct，净利率 24.09%，yoy-7.82pct；2022Q2 实现营收 1.82 亿元，yoy-21.10%，归母净利润 0.43 亿元，yoy-41.34%，毛利率 42.10%，yoy-16.56pct，净利率 23.53%，yoy-7.83pct。

► **疫情拖累业绩表现。**2022 年上半年，受疫情和外部环境的影响，国内风力发电建设受到一定的影响，特别是疫情 期间部分区域封管，物流受阻，使得公司的项目实施进度面临较大的压力，业绩存在短期波动。但随着疫情的逐步缓解，7 月份开始我国风机的吊装量环比改善，公司业绩有望进入环比改善阶段。

► **毛利率及净利率出现较大幅度下滑，主要因为需求偏弱及原材料价格持续上行。**2022H1，公司整体毛利率为 43.98%，yoy-14.19pct，净利率 24.09%，yoy-7.82pct，2022Q2，公司毛利率 42.10%，yoy-16.56pct，净利率 23.53%，yoy-7.83pct，均出现较大幅度下滑。一方面，受到直接材料成本上行的影响，公司产品主要材料铝材、钢丝绳、电线电缆、机电类、电器件、五金标准件等，2022M1-M6，铝锭：A00：全国月度均价同比增速分别是 39.3%/40.3%/30.2%/20.8%/5.5%/7.0%，整体仍呈现上行趋势；另一方面，上半年风电需求偏弱，导致单件产品的固定类成本偏高。而铝锭价格从 7 月份开始月度均价开始出现同比下滑，我们预计后续公司原材料端的压力有所缓解，随着下半年风机吊装量的不断提升，公司盈利性有望环比回升。

► **从升降设备到防护设备再到其他领域，公司发展路线清晰。**1) 升降设备领域，我们预计 2025 年全球风电市场约 40 亿元 RMB，风电专用高空安全作业设备行业形成了以中际联合为主等少数具有较强研发实力和竞争优势的企业为主的竞争格局，目前优秀国产公司已经占据国内主要市场份额，未来将逐步走向海外；2) 防护设备领域，我们预计 2025 年全球风电市场约 40 亿元 RMB，公司全球份额较低，处于持续拓展阶段；3) 其他领域，例如输变电塔和通讯塔防坠落系统，高空应急逃生装置等市场容量更大，公司开始布局。

► **预计公司 2022 年仍将保持较快的增长：**1) 2022 年全球风电装机增速较 2021 年会有提升；2) 风电设备新产品渗透率有望提升带动均价提升；3) 公司非风电领域增速较快。

► **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别是 2.98/3.76/4.58 亿元，对应 PE 分别是 25x/20x/16x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情影响交付速度的风险，原材料继续上行导致毛利率下滑的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	883	1,169	1,471	1,786
增长率 (%)	29.6	32.5	25.8	21.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	232	298	376	458
增长率 (%)	25.2	28.7	26.2	21.7
每股收益 (元)	1.53	1.97	2.48	3.02
PE	32	25	20	16
PB	3.6	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

48.50 元


分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

1. 中际联合 (605305.SZ) 2021 年报点评：业绩符合预期，多路线发展战略清晰-2022/04/15

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	883	1,169	1,471	1,786
营业成本	462	634	795	963
营业税金及附加	5	7	8	10
销售费用	88	116	146	178
管理费用	46	61	77	94
研发费用	57	75	94	115
EBIT	244	276	350	427
财务费用	-3	-8	-8	-10
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	17	22	28	34
营业利润	264	340	430	523
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	264	340	430	523
所得税	33	42	53	65
净利润	232	298	376	458
归属于母公司净利润	232	298	376	458
EBITDA	257	293	372	453

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,591	1,687	1,925	2,243
应收账款及票据	501	663	835	1,013
预付款项	2	2	3	4
存货	179	245	308	373
其他流动资产	5	6	7	7
流动资产合计	2,277	2,604	3,077	3,640
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	66	80	89	93
无形资产	16	16	16	16
非流动资产合计	99	112	121	125
资产合计	2,376	2,717	3,198	3,766
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	221	303	380	460
其他流动负债	84	114	142	171
流动负债合计	305	417	521	631
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	11	11	11	11
非流动负债合计	11	11	11	11
负债合计	316	427	532	642
股本	110	152	152	152
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,060	2,289	2,666	3,124
负债和股东权益合计	2,376	2,717	3,198	3,766

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.64	32.46	25.82	21.41
EBIT 增长率	13.74	13.01	26.86	21.97
净利润增长率	25.17	28.74	26.20	21.72
盈利能力 (%)				
毛利率	47.67	45.78	45.97	46.08
净利润率	26.25	25.51	25.59	25.65
总资产收益率 ROA	9.75	10.98	11.77	12.17
净资产收益率 ROE	11.25	13.03	14.12	14.67
偿债能力				
流动比率	7.47	6.25	5.90	5.77
速动比率	6.88	5.66	5.31	5.17
现金比率	5.22	4.05	3.69	3.56
资产负债率 (%)	13.29	15.73	16.64	17.04
经营效率				
应收账款周转天数	117.99	117.99	117.99	117.99
存货周转天数	141.24	141.24	141.24	141.24
总资产周转率	0.37	0.43	0.46	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	1.53	1.97	2.48	3.02
每股净资产	13.57	15.08	17.56	20.58
每股经营现金流	0.75	1.14	1.58	2.07
每股股利	1.14	1.14	1.14	1.14
估值分析				
PE	32	25	20	16
PB	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	22.49	19.39	14.64	11.31
股息收益率 (%)	2.34	2.34	2.34	2.34

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	232	298	376	458
折旧和摊销	12	17	21	26
营运资金变动	-119	-119	-130	-136
经营活动现金流	113	174	239	314
资本开支	-10	-30	-30	-30
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	7	-8	-2	4
股权募资	984	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	910	-70	0	0
现金净流量	1,024	97	238	318

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026