

中际联合（605305）：疫情扰动致业绩短期承压，长期看好公司产品出海和应用延展

——2022 年中报点评

2022 年 8 月 28 日

推荐/维持

中际联合 公司报告

事件：公司发布 2022 年中报，22H1 实现营业收入 3.61 亿元，同比下降 6.43%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比下降 29.37%，低于此前市场一致预期。

受各地疫情反复和原材料成本上涨影响，公司短期业绩承压。从收入端看，22H1 实现营业收入 3.61 亿元，同比下降 6.43%，其中 Q2 实现营业收入 1.82 亿元，同比下降 21.10%。今年以来全国多地疫情反弹导致各地风电场装机进度放缓和公司发货及安装受阻，对公司的产品交付及收入确认产生了较大影响。从成本端看，22H1 毛利率 43.98%，同比下降 8.27%。期间公司产品主要原材料和零部件铝材、钢丝绳和线缆等价格均大幅上涨，叠加疫情导致运输和安装成本上升致使毛利率大幅下滑。从费用端看，22H1 销售费用率 10.90%，同比增加 2.03pct，主要系本期销售人员职工薪酬以及广宣费用增加所致；22H1 管理费用率 6.84%，同比增加 1.43pct，主要系本期管理人员职工薪酬以及办公性费用增加所致；22H1 研发费用率 7.07%，同比增加 0.79pct，主要系本期公司继续加大研发投入所致。

6 月份，公司的产品发货量已恢复至 2021 年同期水平，自 7 月开始进入持续增长态势。在疫情可控的情况下，公司下半年业绩将迎来快速企稳回升。

风电高景气叠加风机大型化，高单价高毛利升降产品渗透率持续提升。根据风电之音统计，我国上半年风电项目招标规模达 53.46GW，其中海风招标规模 16.1GW，均远高于 2021 年同期数据，新能源需求推动风电高景气持续。从单机招标容量上看，已有多个陆风项目要求在 6MW 以上，多个海风项目要求在 11MW 以上，降本推动大型化趋势不改。针对大功率机组和海风机组，公司推出了大载荷升降设备和漂浮式风机用塔筒内升降设备，单台价值量和毛利率均有所提升，我们长期看好高单价高毛利产品的持续渗透将更多贡献公司业绩。

海外市场开拓持续向好，终端应用拓展初见成效。根据公司披露，上半年海外业务保持翻倍以上增长，营收贡献占比超 30%，且毛利率较国内更加平稳。风电领域外，公司产品在电网塔架巡检和电厂烟囱与锅炉检测等方面有所突破，上半年实现翻倍以上增长，预计全年营收将从 2021 年的百万级跃升至千万级。我们长期看好公司在海外市场及风电领域外场景的持续开拓。

根据 GWEC 预测，2022-2026 年全球累计新增装机规模 742.8GW，CAGR11.40%，在行业高景气背景下，公司将凭借成本和资质认证优势、优质的服务质量和客户资源，斩获更多国内外订单，持续强化公司龙头地位。

公司盈利预测及投资评级：基于我们对风电行业前景的长期看好和公司新品开拓与海外业务的长期看好，维持“推荐”评级。考虑到疫情扰动和原材料价格上涨等因素的影响，我们调整公司 2022-2024 年净利润分别为 2.56、3.08 和 3.72 亿元，对应 EPS 分别为 1.68、2.03 和 2.45 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 27.31、22.68 和 18.79 倍。

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

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 14 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

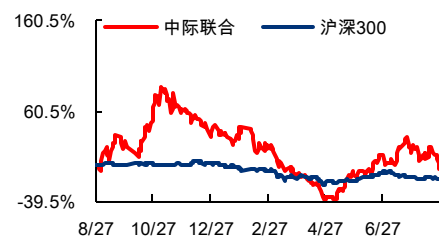
未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	124.35-40.19
总市值（亿元）	69.83
流通市值（亿元）	48.88
总股本/流通 A 股（万股）	15,180/15,180
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	3.32

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

财务指标预测

执业证书编号:

S1480121090016

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	681.01	882.84	1,037.17	1,271.43	1,556.57
增长率(%)	26.33%	29.64%	17.48%	22.59%	22.43%
归母净利润(百万元)	185.12	231.71	255.71	307.90	371.71
增长率(%)	30.57%	25.17%	10.36%	20.41%	20.72%
净资产收益率(%)	20.22%	11.25%	11.04%	12.02%	13.00%
每股收益(元)	1.22	1.53	1.68	2.03	2.45
PE	37.72	30.14	27.31	22.68	18.79
PB	7.63	3.39	3.01	2.73	2.44

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
流动资产合计	1,130.7	2,277.2	2,700.4	3,048.2	3,477.2	营业收入	681.01	882.84	1,037.1	1,271.4	1,556.5
货币资金	564.24	1,590.5	1,821.6	1,978.8	2,169.3	营业成本	283.44	461.97	571.96	685.54	836.86
应收账款	374.48	500.78	577.70	708.18	867.00	营业税金及附加	6.33	5.04	5.19	6.36	7.78
其他应收款	2.59	2.04	3.17	3.89	4.76	营业费用	120.52	87.76	112.01	133.50	163.44
预付款项	5.99	1.80	2.84	3.48	4.26	管理费用	40.43	46.23	60.16	69.93	85.61
存货	177.01	178.76	289.26	346.70	423.23	财务费用	5.72	-2.95	-45.52	-28.43	-31.04
其他流动资产	6.48	3.36	5.77	7.07	8.66	研发费用	33.55	56.65	67.42	76.29	93.39
非流动资产合计	91.54	98.81	92.83	86.12	78.67	资产减值损失	-0.02	-0.32	-1.04	-1.27	-1.56
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	67.07	70.59	66.90	62.63	57.79	投资净收益	2.46	16.97	10.00	10.00	10.00
无形资产	14.36	15.65	13.87	11.93	280.43	加: 其他收益	22.88	25.50	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	7.11	8.53	8.53	8.53	8.53	营业利润	211.62	264.29	283.87	345.71	417.40
资产总计	1,222.3	2,376.0	2,793.2	3,134.3	3,555.9	营业外收入	0.60	0.26	0.43	0.43	0.43
流动负债合计	298.78	304.97	466.42	561.19	685.42	营业外支出	0.07	0.16	0.19	0.19	0.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	212.15	264.38	284.12	345.96	417.65
应付账款	193.97	220.77	332.39	398.39	486.33	所得税	27.03	32.67	28.41	38.06	45.94
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	185.12	231.71	255.71	307.90	371.71
一年内到期的非流动负债	104.80	84.19	134.03	162.80	199.10	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	8.15	10.78	10.78	10.78	10.78	归属母公司净利润	185.12	231.71	255.71	307.90	371.71
长期借款	0.00	1.56	1.56	1.56	1.56	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	306.92	315.74	477.19	571.96	696.20	成长能力					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长	26.33%	29.64%	17.48%	22.59%	22.43%
实收资本(或股本)	82.50	110.00	151.80	151.80	151.80	营业利润增长	28.75%	24.89%	7.41%	21.78%	20.74%
资本公积	321.44	1,263.2	1,221.4	1,221.4	1,221.4	归属于母公司净利润增长	30.57%	25.17%	10.36%	20.41%	20.72%
未分配利润	511.47	687.07	942.77	1,189.1	1,486.4	获利能力					
归属母公司股东权益合计	915.41	2,060.3	2,316.0	2,562.3	2,859.7	毛利率(%)	58.38%	47.67%	44.85%	46.08%	46.24%
负债和所有者权益	1,222.3	2,376.0	2,793.2	3,134.3	3,555.9	净利率(%)	27.18%	26.25%	24.65%	24.22%	23.88%
现金流量表						总资产净利润(%)	15.14%	9.75%	9.15%	9.82%	10.45%
单位: 百万元						ROE(%)	20.22%	11.25%	11.04%	12.02%	13.00%
经营活动现金流	182.69	109.90	203.65	188.60	232.00	偿债能力					
净利润	185.12	231.71	255.71	307.90	371.71	资产负债率(%)	25.11%	13.29%	17.08%	18.25%	19.58%
折旧摊销	6.68	8.95	11.97	12.71	13.46	流动比率	3.78	7.47	5.79	5.43	5.07
财务费用	5.72	-2.95	-45.52	-28.43	-31.04	速动比率	3.15	6.86	5.15	4.80	4.44
应收帐款减少	-38.07	-126.30	-76.91	-130.49	-158.82	营运能力					
预收帐款增加	-31.04	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.56	0.37	0.37	0.41	0.44
投资活动现金流	-7.03	7.00	1.98	1.77	1.77	应收账款周转率	3.45	3.09	3.26	3.26	3.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	2.20	3.40	2.67	2.67	2.67
长期投资减少	-0.06	0.79	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	2.46	16.97	10.00	10.00	10.00	每股收益(最新摊薄)	1.22	1.53	1.68	2.03	2.45
筹资活动现金流	-42.57	909.88	25.52	-33.15	-43.31	每股净现金流(最新摊薄)	0.78	6.72	1.52	1.04	1.25
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	6.03	13.57	15.26	16.88	18.84
长期借款增加	0.00	1.56	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0.00	27.50	41.80	0.00	0.00	P/E	37.72	30.14	27.31	22.68	18.79
资本公积增加	0.00	0.00	941.84	-41.80	0.00	P/B	7.63	3.39	3.01	2.73	2.44
现金净增加额	47.01	901.79	-789.45	-73.92	33.24	EV/EBITDA	36.72	42.39	27.93	21.33	17.62

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
公司普通报告	中际联合（605305）：业绩符合预期，产品出海与应用拓展未来可期	2022-04-16
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，5年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖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