

中际联合（605305）

2022 年三季报点评：Q3 业绩短期承压，盈利水平依旧表现出色

买入（维持）

2022 年 11 月 01 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouers@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证书：S0600520080001

huangr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	883	899	1,293	1,647
同比	30%	2%	44%	27%
归属母公司净利润（百万元）	232	212	363	456
同比	25%	-8%	71%	26%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.53	1.40	2.39	3.00
P/E（现价&最新股本摊薄）	24.02	26.24	15.34	12.21

#出口导向 #业绩不及预期

事件：公司发布 2022 年三季报。

■ 风电行业需求疲软&疫情影响交付，Q3 收入端短期承压

2022Q1-Q3 公司实现营业收入 5.62 亿元，同比-10.01%，其中 Q3 营业收入为 2.01 亿元，同比-15.82%，同比降幅有所收窄。究其原因，我们判断一方面系疫情、外部环境对风电场开工，市场对公司的订单需求短期有所下降；此外，为进一步开拓市场，我们判断公司产品价格有一定下降。另一方面，受各地频发疫情影响，公司发货及产品安装也受到明显影响，进一步压制了公司 2022Q3 收入端表现。分地区看，海外出口延续了较快增长势头，一定程度弥补了国内收入的下滑。展望 2022Q4 及 2023 年，随着第一批风光大基地投产，我们判断风电装机量有望大幅提升，将带动相关高空作业设备需求，公司收入端有望重回快速增长通道。

■ 毛利率明显下降&其他收益大幅提升，Q3 盈利水平略有下降

2022Q3 公司实现归母净利润 0.45 亿元，同比-21.44%；销售净利率为 22.42%，同比-1.61pct，盈利水平略有下滑，仍然领跑风电板块。1) 毛利端：2022Q3 销售毛利率为 41.25%，同比-11.97pct，环比-0.85pct，同比大幅下滑。我们判断一方面系产品有一定降价；另一方面，大宗材料价格虽有一定下降，但 2022Q3 公司仍处于消化前期高成本库存的阶段，原材料成本压力也较大。2) 费用端：2022Q3 期间费用率为 24.91%，同比-0.56pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-1.10、+4.09、+3.34 和-6.89pct，财务费用率大幅下降，我们判断主要系汇兑收益，对冲了管理、研发费用率的提升。3) 此外，2022Q3 公司其他收益和投资净收益分别达到 1240 万元和 509 万元，分别同比 437%和+550%，对毛利率下降实现一定对冲。

■ 海外市场拓展&产品延伸，公司中长期成长空间打通

市场普遍认为风电升降设备市场规模偏小，公司成长天花板较低，我们认为海外业务以及产品横向延展将打开公司成长空间：1) 海外业务高速增长，仍有较大提升空间。海外风电高空作业设备市场规模大于国内，公司产品已经获得海外相关认证，绑定全球知名风电企业，海外收入仍有较大提升空间；2) 不断丰富完善产品线，成长空间持续打开。公司积极开发新品，如叶片检修平台、漂浮式风机用塔筒内升降设备等。目前公司已有产品单台风机配套价值量约 18 万元，我们初步预计公司高空作业设备在全球新增风机市场的潜在规模约 54 亿元。此外，公司积极拓展水电、立体养殖专用升降设备等新领域，有望贡献业绩增长点。

■ 盈利预测与投资评级：考虑到疫情影响等因素，我们谨慎下调 2022-2024 年归母净利润预测分别为 2.12、3.63 和 4.56 亿元（原值 2.77、3.72 和 4.77 亿元），当前股价对应动态 PE 为 26/15/12 倍。考虑到 2023 年我国风电装机量有望大规模提升，以及公司海外市场快速拓展，维持“买入”评级。

■ 风险提示：风电装机量不及预期；客户集中度较高等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.67
一年最低/最高价	33.98/129.92
市净率(倍)	2.60
流通 A 股市值(百万元)	3,896.55
总市值(百万元)	5,566.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.12
资产负债率(% ,LF)	12.22
总股本(百万股)	151.80
流通 A 股(百万股)	106.26

相关研究

《中际联合(605305)：2022 年中报点评：业绩短期承压，海外拓展+产品延伸打开长期成长空间》

2022-08-26

《中际联合(605305)：风电高空安全作业设备龙头，海外拓展+产品延伸打开成长空间》

2022-06-18

中际联合三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,277	2,463	2,897	3,441	营业总收入	883	899	1,293	1,647
货币资金及交易性金融资产	1,591	1,736	1,927	2,207	营业成本(含金融类)	462	496	634	804
经营性应收款项	503	517	711	906	税金及附加	5	6	9	11
存货	179	204	252	319	销售费用	88	90	129	165
合同资产	0	0	0	0	管理费用	46	54	74	91
其他流动资产	5	6	7	8	研发费用	57	67	84	99
非流动资产	99	97	95	92	财务费用	-3	-36	-26	-16
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	26	18	19	16
固定资产及使用权资产	71	69	67	65	投资净收益	17	9	13	16
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	16	15	15	14	减值损失	-6	-5	-4	-4
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	264	244	417	524
其他非流动资产	9	9	9	9	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,376	2,559	2,991	3,533	利润总额	264	244	417	524
流动负债	305	276	345	430	减:所得税	33	32	54	68
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	32	32	32	净利润	232	212	363	456
经营性应付款项	221	156	200	255	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	44	50	63	80	归属母公司净利润	232	212	363	456
其他流动负债	38	38	50	62	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.53	1.40	2.39	3.00
非流动负债	11	11	11	11	EBIT	244	186	363	478
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	257	193	370	486
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	47.67	44.83	50.97	51.20
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	26.25	23.60	28.07	27.69
其他非流动负债	9	9	9	9	收入增长率(%)	29.64	1.85	43.81	27.36
负债合计	316	287	356	441	归母净利润增长率(%)	25.17	-8.43	71.08	25.63
归属母公司股东权益	2,060	2,273	2,635	3,092					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,060	2,273	2,635	3,092					
负债和股东权益	2,376	2,559	2,991	3,533					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	113	112	185	271	每股净资产(元)	18.73	20.66	23.96	28.10
投资活动现金流	7	-296	8	12	最新发行在外股份(百万股)	152	152	152	152
筹资活动现金流	910	29	-2	-2	ROIC(%)	14.38	7.39	12.69	14.37
现金净增加额	1,024	-155	191	280	ROE-摊薄(%)	11.25	9.34	13.77	14.75
折旧和摊销	12	7	7	8	资产负债率(%)	13.29	11.21	11.89	12.49
资本开支	-10	-5	-5	-5	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.02	26.24	15.34	12.21
营运资本变动	-121	-104	-188	-194	P/B (现价)	1.96	1.77	1.53	1.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

