

中际联合（605305）：疫情致盈利能力暂时承压，静待业绩拐点到来

——2022 年三季度报点评

2022 年 11 月 2 日

推荐/维持

中际联合

公司报告

事件：公司发布 2022 年三季度报，3Q22 实现营业收入 2.01 亿元，同比下降 15.82%；实现归母净利润 0.45 亿元，同比下降 21.44%，低于此前市场一致预期，但环比二季度有所改善。

疫情和原材料影响稍有改善，公司短期业绩压力仍存。从收入端看，3Q22 实现营业收入 2.01 亿元，环比增长 9.93%，同比下降 15.82%，较 2Q22 降幅收窄 5.82pct。三季度全国多地疫情仍呈现散点多发趋势，影响各地风电场吊装进度，对公司的产品交付及收入仍有一定影响。从成本端看，3Q22 毛利率 41.24%，同比下降 11.98pct，环比下降 0.86pct。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虽出现小幅回调但仍维持高位振荡，加之疫情影响导致存量技改订单收入占比提升至 55%，造成毛利率相对较低的免爬器和助爬器收入占比提升对毛利率形成一定冲击。从费用端看，3Q22 销售费用率 14.71%，同比下降 1.10pct，环比上升 3.14pct，主要系本期扩充营销人员规模导致职工薪酬增加所致；3Q22 管理费用率 8.80%，同比增加 4.09pct，环比上升 1.24pct，主要系本期管理人员职工薪酬以及办公性费用增加所致；3Q22 研发费用率 9.36%，同比增加 3.33pct，环比提升 1.52pct，主要系本期公司继续加大研发投入所致。

风电招标量持续高增，行业高景气不减。通常来说，风电招标量是风电行业前景的前瞻指标，能够对公司未来的订单和业绩构成指引。根据风电之音不完全统计，今年我国前三季度风电项目招标规模超 75GW，已经远高于 2021 年全年的 45GW 招标量，新能源需求推动风电高景气持续，我们预计未来随风机吊装进度加快，公司业绩将迎来底部拐点。此外，海上风机单机对应的公司产品价值量是陆上风机的 2 倍，我们预计公司未来业绩也将随着海风建设的逐步提速获得稳定增长。

海外市场与终端应用开拓持续发力助公司业绩兑现。公司积极战略布局海外市场与风电领域外市场。根据公司披露，海外业务受疫情影响较小，产品交付快回款周期短，三季度海外业务增长仍维持在 100% 以上，营收贡献占比已经达到 35%。风电领域外，公司在北京亦庄新建研发中心和生产基地，主要面向电网塔架巡检、电厂烟囱与锅炉检测等风电领域外产品的开拓。海外市场与应用场景开拓将长期驱动公司打开业绩天花板。

当前欧洲国家为降低对石化能源的依赖，也纷纷上调了风电发展目标。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：考虑到疫情扰动和原材料高位波动等因素的影响，我们下调公司 2022-2024 年净利润分别为 1.86、2.46 和 2.94 亿元，对应 EPS 分别为 1.23、1.62 和 1.94 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 31.81、24.12 和 20.13 倍。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。

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

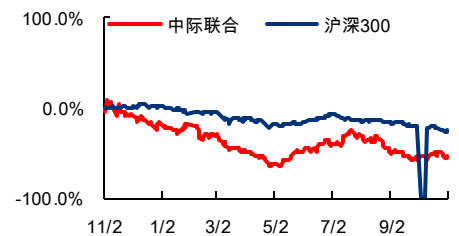
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	124.35-40.19
总市值（亿元）	59.25
流通市值（亿元）	41.47
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	2.9

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

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	681.01	882.84	845.15	1,029.62	1,253.38
增长率(%)	26.33%	29.64%	-4.27%	21.83%	21.73%
归母净利润(百万元)	185.12	231.71	186.26	245.62	294.32
增长率(%)	30.57%	25.17%	-19.62%	31.87%	19.83%
净资产收益率(%)	20.22%	11.25%	8.29%	10.16%	11.21%
每股收益(元)	1.22	1.53	1.23	1.62	1.94
PE	32.01	25.57	31.81	24.12	20.13
PB	6.47	2.88	2.64	2.45	2.26

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	2,392.9	2,673.5	3,011.5	营业收入	681.01	882.84	845.15	1,029.6	1,253.3
货币资金	564.24	1,590.5	1,677.3	1,808.0	1,959.2	营业成本	283.44	461.97	465.08	554.38	672.14
应收账款	374.48	500.78	470.75	573.49	698.13	营业税金及附加	6.33	5.04	3.38	4.12	5.01
其他应收款	2.59	2.04	2.58	3.15	3.83	营业费用	120.52	87.76	101.42	108.11	131.60
预付款项	5.99	1.80	2.32	2.82	3.43	管理费用	40.43	46.23	63.39	66.93	81.47
存货	177.01	178.76	235.21	280.37	339.92	财务费用	5.72	-2.95	-44.43	-26.06	-28.18
其他流动资产	6.48	3.36	4.70	5.73	6.97	研发费用	33.55	56.65	67.61	66.93	81.47
非流动资产合计	91.54	98.81	244.17	209.79	174.68	资产减值损失	-0.02	-0.32	0.00	0.00	0.00
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	104.07	94.97	85.30	投资净收益	2.46	16.97	10.00	10.00	10.00
无形资产	14.36	15.65	128.04	103.27	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	207.86	274.19	328.61
资产总计	1,222.3	2,376.0	2,637.0	2,883.3	3,186.2	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	379.69	454.06	550.91	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	208.11	274.44	328.85
应付账款	193.97	220.77	270.27	322.17	390.60	所得税	27.03	32.67	21.85	28.82	34.53
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	185.12	231.71	186.26	245.62	294.32
一年内到期的非流动负债	104.80	84.19	109.42	131.89	160.31	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	186.26	245.62	294.32
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	390.47	464.84	561.69	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%	-4.27%	21.83%	21.73%
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%	-21.35%	31.91%	19.85%
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%	-19.62%	31.87%	19.83%
未分配利润	511.47	687.07	873.32	1,045.2	1,251.2	获利能力					
归属母公司股东权益合计	915.41	2,060.3	2,246.6	2,418.5	2,624.5	毛利率(%)	58.38%	47.67%	44.97%	46.16%	46.37%
负债和所有者权益	1,222.3	2,376.0	2,637.0	2,883.3	3,186.2	净利率(%)	27.18%	26.25%	22.04%	23.86%	23.48%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	15.14%	9.75%	7.06%	8.52%	9.24%	
经营活动现金流	182.69	109.90	239.50	176.42	209.51	偿债能力					
净利润	185.12	231.71	186.26	245.62	294.32	资产负债率(%)	25.11%	13.29%	14.81%	16.12%	17.63%
折旧摊销	6.68	8.95	39.64	40.38	41.12	流动比率	3.78	7.47	6.30	5.89	5.47
财务费用	5.72	-2.95	-44.43	-26.06	-28.18	速动比率	3.15	6.86	5.66	5.25	4.83
应收帐款减少	-38.07	-126.30	30.04	-102.75	-124.63	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	0.32	0.36	0.39
投资活动现金流	-7.03	7.00	-177.13	1.87	1.87	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	1.23	1.62	1.94
筹资活动现金流	-42.57	909.88	24.43	-47.62	-60.12	每股净现金流(最新摊薄)	0.78	6.72	0.57	0.86	1.00
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	14.80	15.93	17.29
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	32.01	25.57	31.81	24.12	20.13
资本公积增加	0.00	0.00	941.84	-41.80	0.00	P/B	6.47	2.88	2.64	2.45	2.26
现金净增加额	47.01	901.79	-933.77	43.86	20.59	EV/EBITDA	31.14	42.39	33.67	22.25	18.48

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）：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	2022-08-28
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, 美国市场基准为标普 500 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, 美国市场基准为标普 500 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

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526