

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中际联合 (605305)

投资评级

上次评级

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 营收环比修复，长期受益风电增长

2022年11月4日

**事件:** 公司公布 2022 年三季报, 前三季度累计营业收入 5.62 亿, 同比下降 10.01%, 归母净利润 1.32 亿, 同比下降 26.85%, 扣非归母净利润 1.12 亿, 同比减少 35.55%。公司第三季度实现营业总收入 2.01 亿, 同比减少 15.82%, 实现归母净利润 0.45 亿, 同比减少 21.44%, 实现扣非归母净利润 0.32 亿, 同比减少 43.52%。

**点评:**

- **营收环比修复, 受疫情影响业绩短期承压。** 受到疫情影响, 发货及产品安装受阻, 公司前三季度营收及业绩同比大幅下降, 然而公司 Q3 较之 Q2 已在不断修复, 营收环比增加 9.33%, 归母净利环比增加 4.74%。根据国家能源局数据, 1-9 月份新增风电装机容量 19.24GW, 同比增长 17%。我们预计随着疫情好转, 下游吊装需求不断释放, 公司营收有望快速提升。
- **成本端压力增加, 现金流情况向好。** 公司现金流较为充裕, 前三季度公司经营活动现金净流量为 1.42 亿元, 同比增加 37.72%, 主要系收到客户的回款增长所致。前三季度公司毛利率为 43%, 同比下降 13.28pct, 主要系原材料价格上涨导致成本增加, 我们预计随着未来原材料价格回落, 公司盈利能力有望回弹。
- **风电需求有望持续改善, 风电外领域空间较大。** 公司主营产品风电高空作业设备受益全球风电存量市场设备渗透率持续提升和增量市场持续扩容。存量市场渗透率提升空间大, 公司竞争力突出, 存量需求释放叠加市占率提升双重驱动; 增量市场受益政策强化和大型化趋势降本。此外公司将持续拓展风电外市场, 产品已在风电外领域如电网、通信、火力发电、建筑、桥梁等领域有应用。我们认为电网和通信塔架有望成为继风电后下一个高景气度应用场景, 有望开启第二成长曲线。
- **盈利预测与投资评级:** 在手订单情况良好, 叠加行业下游需求具备高景气度, 我们预计公司 2022-2024 年营收分别是 10.88、13.51、16.27 亿元, 同比增长 23.2%、24.2%、20.4%; 归母净利润分别是 2.77、3.58、4.43 亿元, 同比增长 19.4%、29.4%、23.6%; 截至 11 月 3 日市值对应 22-24 年 PE 为 22.63x、17.48x、14.14x。
- **风险因素:** 下游风电装机不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	681	883	1,088	1,351	1,627
增长率 YoY %	26.3%	29.6%	23.2%	24.2%	20.4%
归属母公司净利润 (百万元)	185	232	277	358	443
增长率 YoY%	30.6%	25.2%	19.4%	29.4%	23.6%
毛利率%	50.3%	47.7%	46.0%	46.5%	47.2%
净资产收益率ROE%	20.2%	11.2%	12.2%	14.0%	15.2%
EPS(摊薄)(元)	1.22	1.53	1.82	2.36	2.92
市盈率 P/E(倍)	33.83	27.02	22.63	17.48	14.14
市净率 P/B(倍)	6.84	3.04	2.76	2.45	2.15

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 11 月 3 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1,131	2,277	2,552	2,919	3,343
货币资金	564	1,591	1,785	1,948	2,251
应收票据	177	215	268	332	391
应收账款	197	285	309	426	460
预付账款	6	2	2	2	3
存货	177	179	180	202	228
其他	9	5	8	8	11
<b>非流动资产</b>	92	99	100	104	106
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	67	66	65	64	62
无形资产	14	16	16	16	16
其他	10	17	19	24	29
<b>资产总计</b>	1,222	2,376	2,653	3,022	3,449
<b>流动负债</b>	299	305	374	456	520
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	65	85	78	115	100
应付账款	129	136	190	211	266
其他	105	84	106	130	154
<b>非流动负债</b>	8	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	8	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	307	316	385	466	531
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	915	2,060	2,268	2,556	2,919
<b>负债和股东权益</b>	1,222	2,376	2,653	3,022	3,449

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	681	883	1,088	1,351	1,627
同比(%)	26.3%	29.6%	23.2%	24.2%	20.4%
归属母公司净利润	185	232	277	358	443
同比(%)	30.6%	25.2%	19.4%	29.4%	23.6%
毛利率(%)	50.3%	47.7%	46.0%	46.5%	47.2%
ROE%	20.2%	11.2%	12.2%	14.0%	15.2%
EPS(摊薄)(元)	1.22	1.53	1.82	2.36	2.92
P/E	33.83	27.02	22.63	17.48	14.14
P/B	6.84	3.04	2.76	2.45	2.15
EV/EBITDA	-2.55	35.07	15.16	11.40	8.63

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	681	883	1,088	1,351	1,627
营业成本	339	462	587	723	860
营业税金及附加	6	5	6	8	9
销售费用	65	88	109	134	162
管理费用	40	46	59	72	86
研发费用	34	57	66	77	94
财务费用	6	-3	-8	-9	-10
减值损失合计	0	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	2	17	11	14	16
其他	18	19	27	34	41
<b>营业利润</b>	212	264	307	393	483
营业外收支	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	212	264	307	393	483
所得税	27	33	30	35	40
<b>净利润</b>	185	232	277	358	443
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	185	232	277	358	443
EBITDA	222	257	295	379	465
EPS(当年)(元)	2.24	2.30	1.82	2.36	2.92

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	183	113	263	231	378
净利润	185	232	277	358	443
折旧摊销	7	12	8	8	8
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-2	-17	-11	-14	-16
营运资金变动	-11	-119	-10	-121	-57
其它	4	5	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-7	7	1	1	4
资本支出	-10	-10	-9	-12	-11
长期投资	1	0	-1	-1	-1
其他	2	17	11	14	16
<b>筹资活动现金流</b>	-43	910	-70	-70	-80
吸收投资	0	984	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-43	-56	-70	-70	-80
<b>现金流净增加额</b>	119	1,024	195	163	303

## 研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

胡隽颖，新能源与电力设备行业研究助理，中国人民大学金融工程硕士，武汉大学金融工程学士，曾任兴业证券机械军工团队研究助理，2022年加入信达证券研发中心，负责风电设备行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

陈玟洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyu fei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。