

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 买入

上次评级 买入

武浩 电新行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

王煊林 电新行业研究助理

联系电话: 17768100716

邮箱: wangxuanlin@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

推进降本增效，海外市场持续开拓

2024年4月15日

事件:

公司于2024年4月12日发布2023年年度报告,2023年公司实现营业收入11.05亿元,同比增长38.2%,实现归母净利润2.07亿元,同比增长33.3%,实现扣非归母净利润1.76亿元,同比增长38.0%。其中第四季度实现营业收入4.05亿元,同比增长70.5%,归母净利润0.88亿元,同比增长281.3%。

点评:

- **推进降本增效,费用率有望逐步得到控制,盈利表现或将改善。**2023年公司毛利率为46.1%,同比+2.5pct,净利率为18.7%,同比-0.7pct。公司近年费用率有较大波动,2023年期间费用率为27.9%,同比+1.6pct,其中销售费用率13.6%,管理费用率8.7%,管理费用率有明显增长。费用率23Q4有所改善,销售费用率为10.7%,管理费用率为7.4%,新业务拓展造成了近年期间费用的快速增加,公司正在推进降本增效,合理压缩成本和控制费用支出,未来净利率表现或将改善。
- **2023年销量高增,国内和海外繁荣增长。**2023年全年新签订单、发货数量、安装数量均约保持50%的增长,新签订单中50%为国内,50%为国外。公司具备较强的行业竞争力,国内市场,公司主要产品在风力发电行业的市场占有率约70%。国际市场,公司升降产品在欧洲风力发电行业市场占有约30%,免爬器在北美和亚太市场占有率接近100%。
- **风电领域开发新品,非风电领域加大拓展力度。**为应对风机大型化和柔性塔筒、混合塔架、漂浮式风机等技术发展,公司在风电领域推出双机联动方案,即使用大型升降机+免爬器;推出大载荷升降机和齿轮齿条升降机。公司也在积极拓展其他行业应用,在工业及建筑升降设备领域,公司陆续开发并推出了可应用于工业烟囱及桥梁的工业升降机、可应用于电力塔架、塔式起重机、立体仓储等有限空间的爬塔机,此外还包括智能安全防护设备领域、高空应急装备领域等。
- **盈利预测与投资评级:**公司受益于海外市场的繁荣增长,费用率也有望得到控制,我们预计24、25年归母净利润分别为2.8亿和3.8亿。截止4月15日的收盘市值对应24、25年PE为23.1、17.3倍,维持“买入”评级。
- **风险因素:**海上风电发展不及预期风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	799	1,105	1,481	2,005	2,608
增长率 YoY %	-9.5%	38.2%	34.1%	35.3%	30.1%
归属母公司净利润 (百万元)	155	207	281	375	495
增长率 YoY%	-33.0%	33.3%	35.7%	33.4%	32.3%
毛利率%	43.7%	46.1%	45.2%	44.9%	44.9%
净资产收益率ROE%	7.2%	9.0%	10.8%	12.6%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.36	1.85	2.47	3.26
市盈率 P/E(倍)	41.85	31.39	23.13	17.34	13.11
市净率 P/B(倍)	3.00	2.81	2.50	2.19	1.87

资料来源: ifind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 15 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	2,232	2,522	2,932	3,497	4,205	
货币资金	1,485	887	972	1,088	1,283	
应收票据	61	85	114	154	201	
应收账款	312	437	579	780	1,010	
预付账款	3	6	8	11	14	
存货	185	236	325	441	575	
其他	185	871	934	1,023	1,124	
非流动资产	272	299	328	362	397	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	107	95	105	119	138	
无形资产	143	138	144	146	150	
其他	22	66	80	96	110	
资产总计	2,504	2,821	3,261	3,859	4,603	
流动负债	329	490	641	865	1,113	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	77	125	160	222	287	
应付账款	120	181	236	326	422	
其他	132	185	245	317	404	
非流动负债	12	23	23	23	23	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	12	23	23	23	23	
负债合计	341	513	664	888	1,136	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,163	2,307	2,596	2,971	3,466	
负债和股东权益	2,504	2,821	3,261	3,859	4,603	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	799	1,105	1,481	2,005	2,608	
同比(%)	-9.5%	38.2%	34.1%	35.3%	30.1%	
归属母公司净利润	155	207	281	375	495	
同比(%)	-	33.3%	35.7%	33.4%	32.3%	
毛利率(%)	43.7%	46.1%	45.2%	44.9%	44.9%	
ROE%	7.2%	9.0%	10.8%	12.6%	14.3%	
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.36	1.85	2.47	3.26	
P/E	41.85	31.39	23.13	17.34	13.11	
P/B	3.00	2.81	2.50	2.19	1.87	
EV/EBITDA	29.58	20.51	18.17	13.20	9.59	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	799	1,105	1,481	2,005	2,608	
营业成本	450	595	812	1,104	1,437	
营业税金及附加	4	9	10	15	19	
销售费用	111	150	185	241	308	
管理费用	62	96	119	160	201	
研发费用	72	95	121	167	216	
财务费用	-35	-32	-26	-29	-32	
减值损失合计	-1	-1	-1	0	0	
投资净收益	20	22	32	42	55	
其他	17	20	24	31	41	
营业利润	171	233	314	420	555	
营业外收支	0	0	0	0	0	
利润总额	172	233	314	420	555	
所得税	16	26	34	46	60	
净利润	155	207	281	375	495	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	155	207	281	375	495	
EBITDA	132	197	305	411	545	
EPS(当年)(元)	1.02	1.36	1.85	2.47	3.26	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	239	98	135	177	257	
净利润	155	207	281	375	495	
折旧摊销	15	23	17	19	22	
财务费用	-11	-5	0	0	0	
投资损失	-519	-20	-22	-32	-42	
营运资金变动	105	-96	-137	-181	-213	
其它	-5	-9	5	6	8	
投资活动现金流	-377	-572	-57	-61	-62	
资本支出	-188	-23	-46	-53	-57	
长期投资	-209	-571	-43	-50	-60	
其他	20	23	32	42	55	
筹资活动现金流	-72	-71	0	0	0	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-70	-67	0	0	0	
现金流净增加额	-185	-536	86	116	195	

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，7年新能源行业研究经验，2020年加入信达证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。2023年获得新浪金麒麟光伏设备行业菁英分析师第三名。研究聚焦细分行业及个股挖掘。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

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，负责电力设备及储能行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源汽车和机器人行业研究。

王焯林，电力设备新能源研究助理，复旦大学金融硕士，1年行业研究经验，2023年加入信达证券研究所，负责风电及核电行业研究。

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。