


2024年04月17日
中际联合(605305.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

其他专用机械

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

47.79元

股价(2024-04-17)

40.65元

交易数据

总市值(百万元)	6,170.67
流通市值(百万元)	4,319.47
总股本(百万股)	151.80
流通股本(百万股)	106.26
12个月价格区间	28.46/42.77元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.8	11.8	11.1
绝对收益	4.6	22.2	-3.0

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

高杨洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523030001

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

业绩拐点或已出现, 盈利水平显著修复	2023-08-27
业绩短期承压, 多元化助力发展	2023-04-24
收入端环比正增长, 直接受益于风电吊装加速	2022-10-30

β与α共振, 盈利水平有望持续改善

■ **事件:** 中际联合发布 2023 年年度报告, 公司全年营收 11.05 亿, 同比增长 38%, 实现归母净利润 2.1 亿, 同比增长 33%; 第四季度营收 4.05 亿, 同比增长 70%, 实现归母净利润 0.88 亿, 同比增长 281%。

■ **风电基本盘稳定, 多元化产品、市场扩张表现亮眼:** 根据中国能源局数据, 2023 年中国风电新增装机约 76GW, 同比增长 102%; 根据彭博新能源财经数据, 2023 年全球风电新增装机容量 118GW, 同比+36%, 公司全年业绩亮眼的表现, 一方面得益于行业发展, 另一方面也在于自身多元化扩张贡献较好增长动力。具体来看 2023 年公司表现:

(1) **分行业:** 风电行业营收 10.83 亿元, 同比增长 36.73%; 其他行业 1230 万元, 同比增长 606.97%。公司积极研发新产品、开拓其他行业市场, 在工业、建筑升降设备领域、智能安全防护设备领域均有新品推出。

(2) **分产品:** 高空安全升降设备营收 7.63 亿元, 同比增长 40.34%; 高空安全防护设备营收 2.87 亿元, 同比增长 48.47%; 设备销售直接贡献了公司 95% 的营收。

(3) **分区域:** 国内市场收入 5.53 亿, 占比 50.9%, 同比增长 14.99%, 海外市场收入 5.42 亿元, 占比 49.1%, 同比增长 60.03%, 海外延续高增, 2020-2023 年 3 年 CAGR 达到 90%。

■ **毛利率稳步提升, 2024 年盈利水平有望改善:** 2023 毛利率 46.13%, 同比+2.46pcts; 净利率 18.73%, 同比-0.68pcts。得益于高毛利海外市场占比提高 (2023 年海外毛利率 60%, 国内毛利率 32.7%), 毛利率实现稳步提升, 而整体盈利水平的承压主要系新业务拓展造成的费用增长。费用率方面, 2023 年公司期间费用率 27.88%, 同比+1.61pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别-0.33pct、+0.88pct、-0.42pct、+1.48pct。展望 2024 年, 公司计划通过持续技改和降本控费, 叠加收入规模化效应, 净利率有望逐步回升, 恢复以往净利率水平 (2019-2021 年公司净利率保持在 25%以上)。

■ **海内外风电需求有望稳步向上, 公司积极多元化布局有望充分展现 α 属性:** 根据 CWEA 预计, 2024-2025 年, 中国风电年新增装机容量可能不低于 75、85GW, 到 2030 年有望超过 200GW; 根据 GWEC 预测, 2023-2027 年, 全球风电新增装机有望保持 100GW 以上, 且年 CAGR 达到 15%。从公司角度来看, 公司实现了国内全部

风机制造商和五大电力集团的客户全覆盖，全球新增装机前十大风机制造商全覆盖，有望充分受益于未来海内外需求增长。而其 α 体现在：①**多元化市场**：已经实现客户覆盖后，海外存量市场更新和市占率提升贡献增量弹性；②**多元化产品**：风电领域的双机联动方案、大载荷升降机、齿轮齿条式升降机，高端产品有利于公司单机价值量提升；③**多元化领域**：工业/建筑爬塔机可用于电力塔架、塔机、立体仓库领域，而物料运输机可应用于光伏安装、物流搬家等领域。

目 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 14.4、17.9、22.3 亿元，增速分别为 30.7%、23.8%、24.9%，净利润分别为 2.7、3.4、4.6 亿元，增速分别为 30.1%、27.9%、35.1%。成长性突出，盈利水平有望逐步改善，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 47.79 元，相当于 2024 年 27X 的动态市盈率。

目 风险提示：下游风电行业景气度波动；海外市场开拓受阻；新产品新领域拓展受阻；市场竞争加剧影响毛利率；业务布局前期投入较大影响短期盈利水平。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	8.0	11.0	14.4	17.9	22.3
净利润	1.6	2.1	2.7	3.4	4.6
每股收益(元)	1.02	1.36	1.77	2.27	3.06
每股净资产(元)	14.25	15.20	16.08	17.89	20.34

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	38.0	28.5	21.9	17.1	12.7
市净率(倍)	2.7	2.6	2.4	2.2	1.9
净利润率	19.4%	18.7%	18.6%	19.2%	20.8%
净资产收益率	7.2%	9.0%	11.0%	12.7%	15.1%
股息收益率	0.8%	0.3%	0.9%	1.2%	1.6%
ROIC	27.0%	34.1%	35.3%	48.8%	54.4%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8.0	11.0	14.4	17.9	22.3	成长性					
减:营业成本	4.5	5.9	7.7	9.5	11.7	营业收入增长率	-9.5%	38.2%	30.7%	23.8%	24.9%
营业税费	-	0.1	0.1	0.1	0.1	营业利润增长率	-35.2%	36.3%	12.4%	32.1%	39.2%
销售费用	1.1	1.5	1.9	2.3	2.8	净利润增长率	-33.0%	33.3%	30.1%	27.9%	35.1%
管理费用	0.6	1.0	1.2	1.4	1.6	EBITDA 增长率	-47.7%	57.2%	25.9%	38.0%	37.3%
研发费用	0.7	0.9	1.3	1.4	1.7	EBIT 增长率	-50.5%	57.9%	24.8%	40.1%	39.8%
财务费用	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	NOPLAT 增长率	-46.4%	45.3%	17.4%	40.2%	39.9%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.1%	13.3%	1.3%	25.6%	13.5%
加:公允价值变动收益	-	0.1	-	-	-	净资产增长率	5.0%	6.7%	5.8%	11.3%	13.7%
投资和汇兑收益	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2						
营业利润	1.7	2.3	2.6	3.5	4.8	利润率					
加:营业外净收支	-	-	0.4	0.4	0.4	毛利率	43.7%	46.1%	46.6%	47.0%	47.4%
利润总额	1.7	2.3	3.0	3.9	5.2	营业利润率	21.4%	21.1%	18.2%	19.4%	21.6%
减:所得税	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6	净利润率	19.4%	18.7%	18.6%	19.2%	20.8%
净利润	1.6	2.1	2.7	3.4	4.6	EBITDA/营业收入	16.4%	18.6%	17.9%	20.0%	22.0%
						EBIT/营业收入	15.0%	17.2%	16.4%	18.6%	20.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	39	33	28	27	22
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	151	106	94	94	97
货币资金	14.9	8.9	16.8	18.0	20.7	流动资产周转天数	1,015	775	659	593	548
交易性金融资产	1.3	7.9	1.3	1.3	1.3	应收帐款周转天数	136	123	120	120	120
应收帐款	3.2	4.4	5.2	6.7	8.2	存货周转天数	82	69	67	64	63
应收票据	0.6	0.8	0.8	1.2	1.2	总资产周转天数	1,099	868	735	656	597
预付帐款	-	0.1	-	0.1	0.1	投资资本周转天数	220	182	149	137	130
存货	1.9	2.4	3.0	3.3	4.5						
其他流动资产	0.5	0.8	0.5	0.6	0.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.2%	9.0%	11.0%	12.7%	15.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.2%	7.3%	8.8%	10.0%	11.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	27.0%	34.1%	35.3%	48.8%	54.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1.1	1.0	1.3	1.4	1.3	销售费用率	13.9%	13.6%	13.5%	13.0%	12.5%
在建工程	-	0.2	0.2	0.2	0.1	管理费用率	7.8%	8.7%	8.5%	8.0%	7.0%
无形资产	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	研发费用率	9.0%	8.6%	9.0%	8.0%	7.5%
其他非流动资产	0.2	0.5	0.2	0.3	0.3	财务费用率	-4.4%	-2.9%	-1.9%	-0.9%	-0.9%
资产总额	25.0	28.2	30.7	34.4	39.7	四费/营业收入	26.3%	27.9%	29.1%	28.1%	26.1%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	1.2	1.8	2.8	2.6	4.0	资产负债率	13.6%	18.2%	19.0%	19.7%	21.0%
应付票据	0.8	1.3	1.4	1.9	2.1	负债权益比	15.8%	22.3%	23.4%	24.6%	26.6%
其他流动负债	1.3	1.8	1.4	2.0	1.9	流动比率	6.79	5.14	4.97	4.81	4.57
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	6.23	4.66	4.43	4.30	4.01
其他非流动负债	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	利息保障倍数	-3.40	-5.85	-8.75	-19.86	-22.36
负债总额	3.4	5.1	5.7	6.7	8.2	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.31	0.13	0.35	0.45	0.61
股本	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	分红比率	30.3%	9.5%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	19.9	21.3	22.9	25.6	29.4	股息收益率	0.8%	0.3%	0.9%	1.2%	1.6%
股东权益	21.6	23.1	24.4	27.2	30.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.02	1.36	1.77	2.27	3.06
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	14.25	15.20	16.08	17.89	20.34
净利润	1.6	2.1	2.7	3.4	4.6	PE(X)	38.0	28.5	21.9	17.1	12.7
加:折旧和摊销	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	PB(X)	2.7	2.6	2.4	2.2	1.9
资产减值准备	-	-	-	-	-	P/FCF	69.3	42.1	29.2	31.0	16.3
公允价值变动损失	-	-0.1	-	-	-	P/S	7.4	5.3	4.1	3.3	2.6
财务费用	-0.1	-	-0.3	-0.2	-0.2	EV/EBITDA	28.5	15.5	15.7	11.0	7.5
投资收益	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	CAGR(%)	30.4%	31.0%	5.1%	30.4%	31.0%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	1.3	0.9	4.3	0.6	0.4
营运资金的变动	0.3	-0.6	-0.2	-1.5	-1.2	ROIC/WACC	2.6	3.2	3.4	4.6	5.2
经营活动产生现金流量	2.4	1.0	2.3	1.8	3.3	REP	2.8	1.7	2.0	1.1	0.8
投资活动产生现金流量	-3.8	-5.7	6.2	-0.1	0.1						
融资活动产生现金流量	-0.7	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034