

中际联合 (605305.SH)

强烈推荐 (维持)

22年风电装机延缓拖累业绩，看好23年触底反弹

中际联合发布 2022 年报，公司 2022 年实现营业收入 7.99 亿元，yoy-9.45%，实现归母净利润 1.55 亿元，yoy-33.05%。业绩略低于预期，主要归因于 22 年风电零部件价格竞争侵蚀利润+风电整机组装放缓。在这一背景下，公司积极开拓海外业务+国内风电服务+风电外业务，平滑了业绩波动。我们预计 2023 年将是风电装机大年，叠加中际联合多元业务拓展+出口持续走强，公司 23 年业绩有望触底反弹。继续对中际联合维持“强烈推荐”评级。

- 中际联合发布 2022 年报。公司 2022 年实现营业收入 7.99 亿元，yoy-9.45%，实现归母净利润 1.55 亿元，yoy-33.05%；归母扣非净利润 1.28 亿元，yoy-39.52%。Q4 单季度营收 2.38 亿元，yoy-8.10%，qoq+18.51%；归母净利润 0.23 亿元，yoy-54.85%，qoq-48.88%；归母扣非净利润 0.16 亿元，yoy-57.75%，qoq-49.65%。
- 22 年受原材料价格上涨与销售单价下降影响，公司利润率承压。2022 年公司整体销售毛利率为 43.67%，同比下降 4pct，分业务来看，高空安全升降设备/防护设备/作业服务毛利率分别为 47.64%/33.63%/34.32%，分别 -4.54pct/-2.38pct/+12.88pct。另一方面，公司费用率有所上升，销售费用率+3.99pct，管理费用率+2.53pct，财务费用率-4.09pct，研发费用率+2.58pct。
- 公司 22 年业绩低于预期，主要归因于 22 年风电零部件价格竞争侵蚀利润+风电整机组装放缓。公司业务占比最高的高空升降平台产品，基本要等到塔筒组装完毕才会进行招投标，几乎是确认收入最晚的一个零部件环节。当期公司库存商品余额为 0.19 亿元，同比增长 88%；发出商品余额为 0.98 亿元，同比增长 2%；合同负债为 0.74 亿元，同比增长 69%。
- 在风电设备内销业务增长不及预期的背景下，公司积极开拓海外业务+国内风电服务+风电外业务：  
 从外销角度，公司 2022 年外销收入实现 3.12 亿元，同比增长 109.25%，占主营业务收入比例 39.37%，较 21 年增长 22.36pct，外销开拓取得了阶段性的成效；  
 从风电服务业务角度，22 年公司高空安全作业服务营收 0.56 亿元，yoy+123.56%，高于高空安全升降设备的-14.86%的增速和高空安全防护设备的-9.5%的增速，表明公司正从前装设备供应商向前后装服务解决方案商转型；  
 从风电外业务的角度，2022 年公司风电外业务收入同比增长了 9%，拓展了传统升降设备之外的诸多产品，例如高空应急装备、工业升降机、爬塔机、爬梯导向物料输送机等。
- 继续对中际联合维持“强烈推荐”评级。受风电零部件价格战和安装进度滞缓等影响，中际联合 2022 年业绩承压明显。根据招标统计，2022 年全国风电中标量（含框架）达到 109GW，而根据国家能源局，2022 年全国新增装机仅为 37.6GW，2023 年预计将是装机大年。考虑到公司当前更充沛的在手订单与库存商品，积压的需求有望伴随风电装机提速而快速释放。与此同时，售后市场、海外市场和风电外业务的快速拓展，将给中际联合

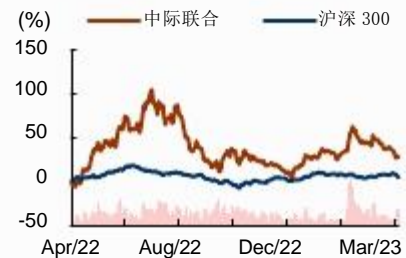
中游制造/机械  
 目标估值：  
 当前股价：39.2 元

基础数据

总股本 (万股)	15180
已上市流通股 (万股)	10626
总市值 (亿元)	60
流通市值 (亿元)	42
每股净资产 (MRQ)	14.3
ROE (TTM)	7.2
资产负债率	13.6%
主要股东	刘志欣
主要股东持股比例	24.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	0	7
相对表现	-13	-7	6



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、中际联合 (605305) 景气触底回升预期改善，招标量可观支撑 23 年订单》2022-10-30
- 2、中际联合 (605305) 风助火势——风电升降设备龙头的进击》2022-09-29

胡小禹 S1090522050002  
 huxiaoyu1@cmschina.com.cn  
 吴洋 研究助理  
 wuyang2@cmschina.com.cn  
 朱艺晴 研究助理  
 zhuyiqing@cmschina.com.cn

23 年业绩锦上添花。我们预计中际联合 22/23/24 年归母净利润分别为 2.69/3.66/4.41 亿元，当前市值对应的 22/23/24 年动态 PE 分别为 22.2/16.3/13.5 倍，我们预计 2023 年将是风电装机大年，叠加中际联合多元业务拓展+出口持续走强，公司 23 年业绩有望触底反弹。继续对中际联合维持“强烈推荐”评级。

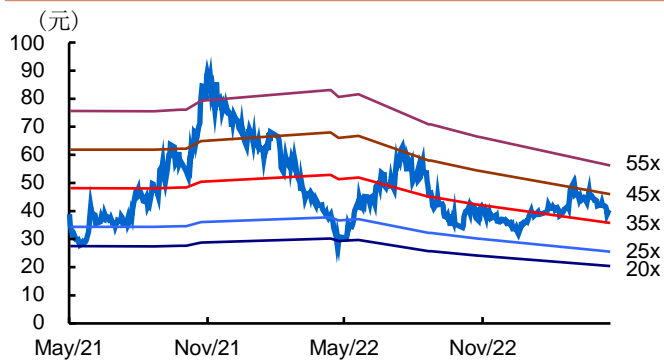
→ 风险提示：风电装机减缓；产品价格下滑；原材料价格居高；海外需求减缓。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	883	799	1302	1669	2057
同比增长	30%	-9%	63%	28%	23%
营业利润(百万元)	264	171	298	408	492
同比增长	25%	-35%	74%	37%	21%
归母净利润(百万元)	232	155	269	366	441
同比增长	25%	-33%	73%	36%	20%
每股收益(元)	1.53	1.02	1.77	2.41	2.91
PE	25.7	38.4	22.2	16.3	13.5
PB	2.9	2.8	2.5	2.2	2.0

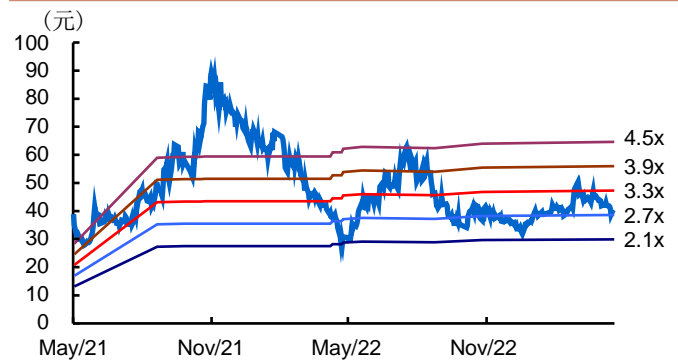
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：中际联合历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：中际联合历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《中际联合（605305）“风助火势”——风电升降设备龙头的进击》2022-09-29
- 2、《中际联合（605305）景气触底回升预期改善，招标量可观支撑 23 年订单》2022-10-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2277	2232	2596	2990	3443
现金	1591	1485	1514	1640	1806
交易性投资	0	133	133	133	133
应收票据	215	61	100	128	158
应收款项	285	312	478	613	756
其它应收款	2	3	5	6	8
存货	179	185	280	360	449
其他	5	52	85	109	135
非流动资产	99	272	290	308	324
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	66	107	141	172	200
无形资产商誉	16	143	128	115	104
其他	17	22	21	21	20
资产总计	2376	2504	2886	3298	3767
流动负债	305	329	489	615	754
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	221	196	310	399	496
预收账款	44	74	117	151	188
其他	40	58	62	66	70
长期负债	11	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他	11	12	12	12	12
负债合计	316	341	501	627	766
股本	110	152	152	152	152
资本公积金	1263	1221	1221	1221	1221
留存收益	687	790	1011	1297	1628
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2060	2163	2385	2670	3001
负债及权益合计	2376	2504	2886	3298	3767

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	113	239	75	204	272
净利润	232	155	269	366	441
折旧摊销	9	12	25	26	28
财务费用	0	(11)	(12)	(13)	(14)
投资收益	(17)	(20)	(38)	(38)	(38)
营运资金变动	(109)	110	(188)	(155)	(162)
其它	(2)	(8)	20	17	17
投资活动现金流	7	(377)	(10)	(10)	(10)
资本支出	(10)	(190)	(49)	(49)	(49)
其他投资	17	(187)	38	38	38
筹资活动现金流	910	(72)	(36)	(68)	(96)
借款变动	(9)	18	(1)	0	0
普通股增加	28	42	0	0	0
资本公积增加	942	(42)	0	0	0
股利分配	(56)	(125)	(47)	(81)	(110)
其他	5	36	12	13	14
现金净增加额	1030	(210)	29	126	166

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	883	799	1302	1669	2057
营业成本	462	450	711	914	1138
营业税金及附加	5	4	7	8	10
营业费用	88	111	155	174	204
管理费用	46	62	88	105	129
研发费用	57	72	91	108	134
财务费用	(3)	(35)	(12)	(13)	(14)
资产减值损失	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	26	18	18	18	18
投资收益	17	20	20	20	20
营业利润	264	171	298	408	492
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	264	172	299	408	492
所得税	33	16	30	42	51
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	232	155	269	366	441

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	30%	-9%	63%	28%	23%
营业利润	25%	-35%	74%	37%	21%
归母净利润	25%	-33%	73%	36%	20%
获利能力					
毛利率	47.7%	43.7%	45.4%	45.2%	44.7%
净利率	26.2%	19.4%	20.6%	21.9%	21.4%
ROE	15.6%	7.3%	11.8%	14.5%	15.6%
ROIC	15.2%	5.7%	11.2%	13.9%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	13.3%	13.6%	17.4%	19.0%	20.3%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	7.5	6.8	5.3	4.9	4.6
速动比率	6.9	6.2	4.7	4.3	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.3	0.5	0.5	0.6
存货周转率	2.6	2.5	3.1	2.9	2.8
应收账款周转率	2.0	1.8	2.7	2.5	2.5
应付账款周转率	2.2	2.2	2.8	2.6	2.5
每股资料(元)					
EPS	1.53	1.02	1.77	2.41	2.91
每股经营净现金	0.75	1.57	0.50	1.34	1.79
每股净资产	13.57	14.25	15.71	17.59	19.77
每股股利	0.82	0.31	0.53	0.72	0.87
估值比率					
PE	25.7	38.4	22.2	16.3	13.5
PB	2.9	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	17.9	33.4	15.4	11.4	9.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

招商机械团队：7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2019年获WIND和金牛最佳分析师第一名。2020年获WIND最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。