

公司点评

中际联合(605305.SH)

机械设备 | 工程机械

风电装机带动业绩回暖，海外+新兴业务加持发展

2023年04月25日

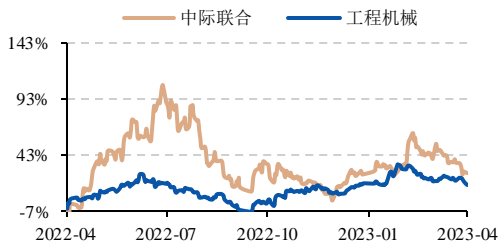
评级 买入

评级变动 首次

交易数据

| | |
|------------|-------------|
| 当前价格(元) | 39.20 |
| 52周价格区间(元) | 31.82-62.90 |
| 总市值(百万) | 5950.60 |
| 流通市值(百万) | 4165.40 |
| 总股本(万股) | 15180.00 |
| 流通股(万股) | 10626.00 |

涨跌幅比较



| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 中际联合 | -9.99 | 0.95 | 15.15 |
| 工程机械 | -4.70 | -1.10 | 8.21 |

袁玮志 分析师

执业证书编号:S0530522050002
yuanweizhi@hncasing.com

相关报告

| 预测指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(亿元) | 8.83 | 7.99 | 13.52 | 16.79 | 21.48 |
| 净利润(亿元) | 2.32 | 1.55 | 2.79 | 3.53 | 4.61 |
| 每股收益(元) | 1.53 | 1.02 | 1.84 | 2.33 | 3.04 |
| 每股净资产(元) | 13.57 | 14.25 | 15.76 | 17.67 | 20.16 |
| P/E | 25.68 | 38.36 | 21.31 | 16.85 | 12.90 |
| P/B | 2.89 | 2.75 | 2.49 | 2.22 | 1.94 |

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 事件: 公司公布 22 年年报, 受疫情影响产品发货和安装受阻, 收入同比减少, 同时原材料价格上涨致成本增加, 公司 22 年业绩下滑。2022 年全年, 公司实现营收 7.99 亿元, 同比减少 9.45%; 归母净利润 1.55 亿元, 同比减少 33.05%; 实现扣非归母净利润 1.28 亿元, 同比减少 39.52%。盈利能力方面, 全年毛利率为 43.67%, 同比减少 4 个百分点。净利率为 19.41%, 同比减少 6.84 个百分点。单四季度公司毛利率为 45.25%, 同比增加 18.35 个百分点, 环比增加 4 个百分点。净利率为 9.47%, 同比减少 10.09 个百分点, 环比减少 12.68 个百分点。
- 风电装机量预计高增, 公司 2023 年业绩有望回暖。国内市场方面, 2022 年我国风电招标量达 111.9GW, 同比增长 106.84%, 为 2023 年高装机量提供了保证; 海外市场方面, 2022 年全球风电新增装机 78GW, 而据 GWEC 的预测, 2023 年全球风电新增装机将达 115GW。公司的下游客户集中在风电行业, 风电行业销售收入占主营业务收入的 99% 以上, 作为行业龙头, 公司业绩确定性强, 将直接受益于国内与海外市场 2023 年风电装机量高增。
- 积极拓展海外市场, 公司海外市占率有望继续提升。公司自 2018 年起着手拓展海外市场, 现已在美洲、欧洲、印度、日本设立子公司。2022 年公司外销收入实现 3.12 亿元, 同比增长 109.25%, 占主营业务收入比例由 2021 年的 17.01% 增长至 2022 年度 39.37%, 外销开拓已取得阶段性成效。欧美发达国家风电市场起步较早, 早期建造的风力发电机组已逐渐老旧, 维护保养需求持续增加, 带动高空安全作业设备需求提升, 其中美国作为公司第一大海外市场, 其 7.3 万台存量风机中截止目前约有 5.5 万台未安装升降设备。随着海外知名度的逐步上升, 公司未来海外市场渗透率有望继续提升。
- 积极布局新兴领域, 驱动公司持续性发展。公司产品主要应用于风电行业, 同时公司也积极布局电网、通信、火力发电、建筑、桥梁等新兴领域, 目前针对电网、建筑领域已推出爬塔机、智能安全帽、爬梯导向输送机等新产品。2022 年公司非风电行业营收实现 183.84 万, 同比增长 9.02%。从下游行业的新增市场来看, 电网方面, 我国“十四

五”期间将新增 500 千伏及以上交流线路 9 万千米，变电容量 9 亿千伏安；通信方面，5G 技术应用发展推动通信行业持续扩容，2022 年全国移动通信基站总数新增 87 万个，同比增长 8.73%，5G 基站新增 88 万个，同比增长 61.54%。新兴领域业务未来有望成为公司的第二增长曲线。

- **盈利预测与估值。**公司是风电领域高空安全作业设备龙头，具备“小公司、大市场、高利润”特征，公司的风电高空安全作业设备价值量占比虽低，但安全设备的重要性意味着高毛利率坚挺，同时公司的设备升级后单价提升，可有效对冲大型化带来风机数量减少的不利影响。我们预计公司 23-25 年营收 13.52/16.79/21.48 亿元，归母净利润 2.79/3.53/4.61 亿元，EPS 为 1.84/2.33/3.04 元，对应 PE 为 21.31/16.85/12.90 倍。给予公司 23 年 20-25 倍 PE，对应目标价格区间 36.8-46 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：原材料价格波动，风电装机不及预期。**

| 报表预测(单位: 亿元) | | | | | | 财务和估值数据摘要 | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 主要指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 8.83 | 7.99 | 13.52 | 16.79 | 21.48 | 营业收入 | 8.83 | 7.99 | 13.52 | 16.79 | 21.48 |
| 减: 营业成本 | 4.62 | 4.50 | 6.49 | 7.89 | 9.88 | 增长率(%) | 29.64 | -9.45 | 69.13 | 24.19 | 27.93 |
| 营业税金及附加 | 0.05 | 0.04 | 0.07 | 0.08 | 0.11 | 归属母公司股东净利润 | 2.32 | 1.55 | 2.79 | 3.53 | 4.61 |
| 营业费用 | 0.88 | 1.11 | 1.87 | 2.33 | 2.98 | 增长率(%) | 25.17 | -33.05 | 79.97 | 26.50 | 30.61 |
| 管理费用 | 0.46 | 0.62 | 1.05 | 1.30 | 1.67 | 每股收益(EPS) | 1.53 | 1.02 | 1.84 | 2.33 | 3.04 |
| 研发费用 | 0.57 | 0.72 | 1.22 | 1.51 | 1.93 | 每股股利(DPS) | 0.82 | 0.00 | 0.33 | 0.42 | 0.55 |
| 财务费用 | -0.03 | -0.35 | -0.05 | -0.06 | -0.06 | 每股经营现金流 | 0.72 | 1.55 | 0.37 | 1.64 | 1.95 |
| 减值损失 | -0.06 | -0.02 | -0.08 | -0.09 | -0.12 | 销售毛利率 | 0.48 | 0.44 | 0.52 | 0.53 | 0.54 |
| 加: 投资收益 | 0.17 | 0.20 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 销售净利率 | 0.26 | 0.19 | 0.21 | 0.21 | 0.21 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净资产收益率(ROE) | 0.11 | 0.07 | 0.12 | 0.13 | 0.15 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投入资本回报率(ROIC) | 0.55 | 0.22 | 0.44 | 0.39 | 0.45 |
| 营业利润 | 2.64 | 1.71 | 3.15 | 3.99 | 5.21 | 市盈率(P/E) | 25.68 | 38.36 | 21.31 | 16.85 | 12.90 |
| 加: 其他非经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市净率(P/B) | 2.89 | 2.75 | 2.49 | 2.22 | 1.94 |
| 利润总额 | 2.64 | 1.72 | 3.16 | 3.99 | 5.22 | 股息率(分红/股价) | 0.02 | 0.00 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| 减: 所得税 | 0.33 | 0.16 | 0.37 | 0.46 | 0.60 | 主要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 净利润 | 2.32 | 1.55 | 2.79 | 3.53 | 4.61 | 收益率 | | | | | |
| 减: 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 毛利率 | 47.67% | 43.67% | 52.00% | 53.00% | 54.00% |
| 归属母公司股东净利润 | 2.32 | 1.55 | 2.79 | 3.53 | 4.61 | 三费/销售收入 | 15.51% | 26.11% | 22.01% | 21.96% | 21.92% |
| 资产负债表 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | EBIT/销售收入 | 29.61% | 17.04% | 22.97% | 23.45% | 23.99% |
| 货币资金 | 15.91 | 14.85 | 15.05 | 17.04 | 19.32 | EBITDA/销售收入 | 30.63% | 18.56% | 26.10% | 25.97% | 25.89% |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 1.33 | 1.33 | 1.33 | 1.33 | 销售净利率 | 26.25% | 19.41% | 20.65% | 21.03% | 21.48% |
| 应收和预付款项 | 5.03 | 4.20 | 7.45 | 9.26 | 11.84 | 资产获利率 | | | | | |
| 其他应收款(合计) | 0.02 | 0.03 | 0.04 | 0.05 | 0.07 | ROE | 11.25% | 7.17% | 11.67% | 13.17% | 15.07% |
| 存货 | 1.79 | 1.85 | 3.08 | 3.74 | 4.69 | ROA | 9.75% | 6.20% | 9.52% | 10.57% | 11.87% |
| 其他流动资产 | 0.03 | 0.06 | 0.09 | 0.12 | 0.15 | ROIC | 54.63% | 22.00% | 43.81% | 39.08% | 44.94% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | | |
| 金融资产投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产负债率 | 13.29% | 13.61% | 18.46% | 19.71% | 21.24% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资资本/总资产 | 23.55% | 25.01% | 30.35% | 30.34% | 31.14% |
| 固定资产和在建工程 | 0.71 | 1.09 | 0.92 | 0.75 | 0.58 | 带息债务/总负债 | 0.49% | 0.34% | 0.10% | 0.02% | -0.03% |
| 无形资产和开发支出 | 0.16 | 1.43 | 1.19 | 0.95 | 0.71 | 流动比率 | 7.47 | 6.79 | 5.11 | 4.87 | 4.59 |
| 其他非流动资产 | 0.13 | 0.20 | 0.19 | 0.17 | 0.17 | 速动比率 | 6.86 | 6.20 | 4.49 | 4.26 | 3.99 |
| 资产总计 | 23.76 | 25.04 | 29.34 | 33.40 | 38.85 | 股利支付率 | 53.98% | 0.00% | 17.99% | 17.99% | 17.99% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 收益留存率 | 46.02% | 100.00% | 82.01% | 82.01% | 82.01% |
| 交易性金融负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产管理效率 | | | | | |
| 应付和预收款项 | 2.57 | 2.45 | 4.05 | 4.92 | 6.16 | 总资产周转率 | 0.37 | 0.32 | 0.46 | 0.50 | 0.55 |
| 长期借款 | 0.02 | 0.01 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 固定资产周转率 | 12.51 | 7.36 | 14.76 | 22.51 | 37.32 |
| 其他负债 | 0.57 | 0.94 | 1.36 | 1.66 | 2.09 | 应收账款周转率 | 3.09 | 2.25 | 2.84 | 2.84 | 2.84 |
| 负债合计 | 3.16 | 3.41 | 5.41 | 6.58 | 8.25 | 存货周转率 | 2.58 | 2.43 | 2.11 | 2.11 | 2.11 |
| 股本 | 1.10 | 1.52 | 1.52 | 1.52 | 1.52 | 估值指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 资本公积 | 12.63 | 12.21 | 12.21 | 12.21 | 12.21 | EBIT | 2.61 | 1.36 | 3.10 | 3.94 | 5.15 |
| 留存收益 | 6.87 | 7.90 | 10.19 | 13.08 | 16.87 | EBITDA | 2.70 | 1.48 | 3.53 | 4.36 | 5.56 |
| 归属母公司股东权益 | 20.60 | 21.63 | 23.92 | 26.82 | 30.60 | NOPLAT | 2.29 | 1.23 | 2.74 | 3.48 | 4.55 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润 | 2.32 | 1.55 | 2.79 | 3.53 | 4.61 |
| 股东权益合计 | 20.60 | 21.63 | 23.92 | 26.82 | 30.60 | EPS | 1.53 | 1.02 | 1.84 | 2.33 | 3.04 |
| 负债和股东权益合计 | 23.76 | 25.04 | 29.34 | 33.40 | 38.85 | BPS | 13.57 | 14.25 | 15.76 | 17.67 | 20.16 |
| 现金流量表 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | PE | 25.68 | 38.36 | 21.31 | 16.85 | 12.90 |
| 经营性现金净流量 | 1.10 | 2.36 | 0.56 | 2.48 | 2.96 | PEG | 1.02 | -1.16 | 0.27 | 0.64 | 0.42 |
| 投资性现金净流量 | 0.07 | -3.77 | 0.09 | 0.09 | 0.09 | PB | 2.89 | 2.75 | 2.49 | 2.22 | 1.94 |
| 筹资性现金净流量 | 9.10 | -0.72 | -0.46 | -0.58 | -0.77 | PS | 6.74 | 7.44 | 4.40 | 3.54 | 2.77 |
| 现金流量净额 | 10.21 | -1.88 | 0.19 | 1.99 | 2.28 | PCF | 54.14 | 25.23 | 105.90 | 23.96 | 20.09 |

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别 | 投资评级 | 评级说明 |
|--------|------|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上 |
| | 增持 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15% |
| | 持有 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5% |
| | 卖出 | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上 |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5% |
| | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上 |

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438