

业绩短期承压，2023 风电大年驱动需求放量

——2022 年年报与 2023 年一季报点评

核心观点

2022 年公司整体营收增速承压，海外业务翻倍式增长。公司业务持续开拓加大了前期人员投入，使得 2023Q1 费用率高企。展望 2023 年，或成为风电装机大年，全球新增装机增速或达到 48% 以上，带动风电设备需求大幅增加。即便考虑到风电大型化趋势或使得装机台数增速低于装机容量，公司面临的增量风机市场需求也有望实现 35%-40% 的增长，存量市场的开拓使得公司存在进一步超预期的可能。公司业务拓展步伐并未放慢，费用端的摊薄或徐徐展开，2023 年收入端增长或领先于利润的提升。

事件：

公司发布 2022 年度报告，实现营收 7.99 亿元，同比下滑 9.45%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比下降 33.05%；扣非归母净利润 1.28 亿元，同比下降 39.52%。单四季度营业收入 2.38 亿元，同比下降 8.10%；归母净利润 2315.71 万元，同比下降 54.85%；扣非归母净利润 1594.97 万元，同比下降 57.75%，环比 2022Q3 下降 49.65%。

公司发布 2023 年一季报，实现营收 26.36 亿元，同比下降 8.4%；实现归母净利润 1513.01 万元，同比下降 65.67%；扣非归母净利润 1155.60 亿元，同比下降 70.62%，环比 2022Q4 下降 27.55%。

点评：

1、营收拆分：整体营收增速承压，海外业务翻倍增长

2022 年国内风电新增吊装容量同比下滑 10.89%至 49.83GW，新增并网装机容量同比下滑 20.90%至 37.63GW，风机吊装台数同比下降 30.25%至 1.1 万台。2022 年公司整体收入亦下滑 9.45%至 7.99 亿元，其中风电领域收入占比高达 99%以上；以升降设备为例，公司销量同比下降 29.20%至 2.24 万套。由此可见，公司收入下滑主要系下游风电行业装机数据下滑所致。

分业务来看，2022 年公司升降设备营收同比下降 14.86%至 5.44 亿元，占主营业务收入比例下降 4.26pct 至 68.53%；防护设备营收同比下降 9.52%至 1.93 亿元，营收占比 24.35%，与上年基本持平；高空安全作业服务营收同比大幅增长 123.65%至 0.57 亿元，营收占比提升 4.24pct 至 7.12%。公司定位为设备及服务解决方案提供商，其在设备领域的长期积累带动服务业务在 2021-2022 年连续两年翻倍式增长（依次增长 103.33%、123.65%）。2022 年作业服务业务贡献的收入增量，成为公司整体收入降幅相较于下游行业降幅更窄的小部分原因。

中际联合 (605305)

维持

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 编号：s1440519080001

SFC 编号：BOU764

研究助理 李长鸿

lichanghong@csc.com.cn

发布日期：2023 年 05 月 03 日

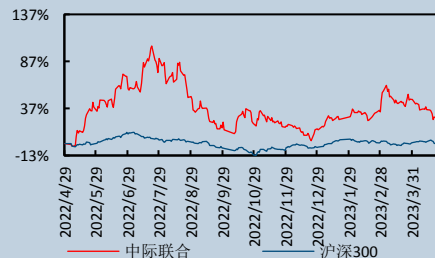
当前股价：37.86 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-16.24/-16.98	-2.5/1.15	31.39/28.64
12 月最高/最低价 (元)		65.69/31.26
总股本 (万股)		15,180.0
流通 A 股 (万股)		10,626.0
总市值 (亿元)		57.47
流通市值 (亿元)		40.23
近 3 月日均成交量 (万股)		224.73
主要股东		
刘志欣		24.31%

股价表现



相关研究报告

【中信建投高端制造】中际联合 (605305):业绩超出预告上限,加码新领域拓展——2021 年中报点评
21.08.26

分区域来看，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大幅提升 22.36pct 至 39.37%，外销开拓取得了阶段性的成效；同期内销收入同比下滑 33.93%至 4.81 亿元。公司在海外重点拓展欧洲的增量风机市场、美国的存量风机市场，2022 年外销收入翻倍增长成为公司整体收入降幅相较于国内风电行业降幅更窄的大部分原因。

2023Q1，公司营收同比下降 1.93%至 1.75 亿元，降幅环比 2022 全年有所收窄；但一季度处于风电行业淡季，且从吊装到并网，再到收入确认存在一定延后，因此营收环比 2022Q4 仍有 27.55%的下滑。

2、盈利分析：2023Q1 费用率高企有待摊薄，业务开拓步伐“矫健”

2022 年公司整体毛利率同比下滑 4pct 至 43.67%，主要系招标价格下滑、原材料成本提升这两大因素影响。分业务来看，2022 年公司升降设备、防护设备、作业服务毛利率同比分别变动-4.54pct、-2.39pct、+12.88pct 至 47.64%、33.63%、34.32%。由此 2022 年作业服务业务实现了量利齐升。

2022 年公司期间费用率提升 5.01pct 至 26.27%，其中销售费用率提升 3.98pct 至 13.93%，管理+研发费用率提升 5.11pct 至 16.76%，财务费用率下滑 4.09pct 至-4.42%。财务费用率的下滑主要系银行存款利息增加和美元汇率变动汇兑收益增加所致，销售费用率、管理+研发费用率的提升与业务持续开拓以及人员招聘相关。2022 年公司员工数同比增长 27.14%至 862 人，其中销售人员、技术人员分别新增 40.29%、49.06%至 195、316 人，行业需求的下滑并未放慢公司业务开拓的步伐。毛利率的下滑叠加费用率摊薄有限，2022 年公司净利率同比下降 6.84pct 至 19.41%，为公司过去 10 年同期最低水平。

2023Q1，预计原材料成本压力与行业价格竞争均有所缓解，公司毛利率同比提升 2.62pct 至 48.51%，环比 2022 全年提升 4.84pct。但公司仍持续加大业务拓展的前期投入，使得期间费用率同比提升 19.29pct，阶段性达到 41.04%的高位。2023Q1 净利率相应下降 16.03pct 至 8.63%的新低水平。随着公司业务起量，费用率摊薄空间较大。

3、需求展望：2023 年或成为风电装机大年，带动风电设备需求大幅增加

1) **国内**：2012-2020 年，风电新增装机数据与领先一期的全国风电公开招标容量高度拟合。2021 年海风抢装使得装机节奏加快，2022 年招标价格屡创新低使得装机节奏显著放缓，但背离幅度均在 17GW 以内。2022 年风电招标容量大幅提升 82%至 98.53GW，即便实际装机节奏落后 15-20GW，2023 年也有望突破 78GW 成为装机大年，由此同比 2022 年吊装容量增长 56.5%，同比并网容量增长 107.3%。中长期空间：全国各省市十四五装机规划 313.1GW，2023-2025 年均装机或高达 76GW，2023 年装机高增长具有政策支持。

2) **全球**：GWEC 发布《2023 全球风能报告》，2022 年全球风电新增装机 77.6GW，同比下降 17%；报告预测 2023-2027 年全球新增装机分别达 115、125、135、150、157GW，由此 2023 年全球新增装机增速有望高达 48.2%。

风电大型化趋势或使得装机台数增速低于装机容量。基于国内风电新增吊装容量与台数计算，2019-2022 年单机平均功率依次为 2.5、2.7、3.5、4.5MW，大型化趋势非常明显。假设 2023 年单机功率进一步提升至 5.0MW，则实际吊装台数增速低于装机容量增速 10 个百分点左右。从中长期趋势来看，大型化的风机势必需要更大规格的升降机，因此中际联合单套设备均价有望提升。

业务展望：随着海外业务拓展顺利、收入占比提升，公司所面临的需求也从国内为主切换至全球装机。综合考虑风机大型化的影响，预计公司 2023 年下游设备需求增速在 35%-40%之间，存量风机的替换需求使得公司需求存在进一步超预期的可能。从风电招标到吊装、到并网，再到收入确认节奏或有不确定性，但从 2023 年全年维度来看，公司收入端实现较快增长的概率较大。由于公司业务拓展前期投入较大，销售费用等期间费用的摊薄或徐徐展开，我们判断 2023 年公司收入端增长或领先于费用端。

投资建议：预计公司 2023-2025 年营收分别为 11.10、13.54、16.39 亿元，归母净利润 2.09、2.53、3.13 亿元，分别+34.4%、+21.4%、+23.7%。对应 2023-2025 年动态 PE 分别为 27.6、22.7、18.3 倍，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	883	799	1,110	1,354	1,639
增长率(%)	29.6	-9.5	38.8	22.0	21.0
净利润(百万元)	232	155	209	253	313
增长率(%)	25.2	-33.0	34.4	21.4	23.7
ROE(%)	11.2	7.2	9.0	10.0	11.2
EPS(元/股, 摊薄)	2.11	1.02	1.37	1.67	2.06
P/E(倍)	18.0	37.0	27.6	22.7	18.3
P/B(倍)	2.0	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源: Wind, 中信建投

风险分析

1) 风电装机增速不及预期

高空安全升降设备下游主要应用于风电塔筒, 因此风电装机增速将直接影响该类风电设备的需求。当前国内风电招标量增速较快, 预期风电装机也逐步提升。但倘若实际装机增速显著低于前一年的招标量增速, 将使得风电设备需求增速低于预期, 从而影响公司营收放量。

2) 海外经济衰退风险

公司近年来海外业务拓展顺利, 海外营收占比显著提升。当前欧美等海外经济体仍然面临衰退风险, 倘若大幅缩减制造业投资, 也将降低对于风电的装机需求, 从而使得国内风电设备面临需求下滑的风险。

分析师介绍

吕娟：董事总经理，高端制造组组长，机械&建材首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

研究助理

李长鸿 010-81158042 lichanghong@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk