

新股询价

华铁科技 (603300)

暂无评级 (首次)

建筑安全支护龙头，品牌+渠道优势助力成长

2015年5月12日

相关报告

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

研究助理:

房大磊

fangdalei@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	334	382	432	487
同比增长	8.8%	14.4%	13.2%	12.7%
净利润(百万元)	85	103	116	128
同比增长	12.8%	20.0%	13.2%	10.2%
毛利率	67.2%	65.1%	64.1%	63.9%
净利率	25.6%	26.9%	26.9%	26.3%
净资产收益率(%)	13.7%	9.3%	9.5%	9.5%
每股收益(元)	0.42	0.51	0.57	0.63
每股经营现金流(元)	0.59	0.51	0.54	0.73

投资要点

- **华铁科技：国内最大建筑安全支护设备租赁企业。**旨在维护建筑体在施工过程中的稳定及施工人员安全，为各类城市轨道交通建设、高架桥梁建设、民用建设等提供专业的建筑安全支护设备租赁、成套方案优化以及深基坑维护、支持的高科技跟踪技术服务的安全科技型企业；下设有3家全资子公司和6家分公司；2014年实现营业收入3.34亿元，同比增长8.83%，实现净利润8539.37万元，同比增长12.80%。
- **“大行业，小公司”，行业集中度有待提高。**建筑安全支护设备租赁额从2005年的543.42亿元发展到2013年的3246.88亿元，年均复合增长率达21.97%。截至2014年末，全国支护设备租赁企业已超过3.9万家，专营租赁的公司约占80%以上，兼营租赁的企业占20%左右，总体呈现“大行业，小公司”特点，行业集中度有待提高。
- **公司业绩快速增长，行业竞争优势明显。**公司主营业务为建筑安全支护设备租赁，所供租赁的支护设备按基础种类分主要包括钢支撑类、脚手架类及贝雷类。钢支撑租赁业务是公司的核心业务，近三年占营业收入比例均在40%以上；相比较而言，贝雷租赁、脚手架租赁和钢便桥租赁业务收入占比偏低。公司具有的品牌优势能够聚拢优质客户资源，而且公司具备完备的业务渠道，良好的业务网络布局强化市场拓展能力和资源配置能力。
- **增强租赁服务能力，完善网络布局，进一步巩固并提高市场占有率：**公司致力成为“全国性的综合专业支护设备租赁企业”，将利用此次公开发行募集资金，进一步扩大公司的支护设备规模，提升公司租赁服务能力；同时公司将坚持立足一级市场，深入二、三级市场，组建更为快捷、高效、完善的市场营销网络，巩固并进一步提高市场占有率。
- **盈利预测和估值：**我们预测公司2015-2017年净利润分别为1.03亿元、1.16亿元和1.28亿元，按发行后总股本20267万股计算的2015、2016、2017年EPS分别为0.51元、0.57元和0.63元。参考可比上市公司估值水平，结合公司未来发展空间，我们认为可以给予2015年20-30倍PE，对应价格区间为10.2-15.3元。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、应收账款回收风险、设备质量引发的安全事故风险

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅特别声明

目录

1、华铁科技：全国最大建筑安全支护设备租赁企业.....	- 4 -
1.1 公司简介.....	- 4 -
1.2 公司历史沿革和股权结构.....	- 4 -
2、“大行业，小公司”，行业集中度有待提高.....	- 6 -
2.1 市场规模巨大，行业容量快速增长.....	- 6 -
2.2 行业集中度低，专业租赁企业占主导.....	- 8 -
3、公司业绩快速增长，行业竞争优势明显.....	- 10 -
3.2 钢支撑租赁业务占比大，贡献主要利润.....	- 10 -
3.3 竞争优势：品牌优势+渠道优势=行业龙头.....	- 12 -
3.4 公司财务分析.....	- 13 -
4、公司未来发展.....	- 16 -
4.1 增强租赁服务能力，巩固并提高市场占有率.....	- 16 -
4.2 完善网络布局，拓展业务渠道.....	- 16 -
5、募投项目分析.....	- 17 -
6、盈利预测与估值.....	- 18 -
图 1、华铁科技股权结构图.....	- 5 -
图 2、我国建筑业总产值.....	- 6 -
图 3、建筑安全支护设备租赁额（亿元）.....	- 8 -
图 4、华铁科技业务流程.....	- 10 -
图 5、华铁科技营收 2012-2014 年均复合增长 10.41%（万元）.....	- 11 -
图 6、华铁科技各业务收入占比（2012-2014 年）.....	- 11 -
图 7、华铁科技各业务毛利率（2012-2014）.....	- 11 -
图 8、华铁科技分业务贡献毛利占比（2012-2014）.....	- 11 -
图 9、华铁科技业务网络.....	- 13 -
图 10、与同行业公司综合毛利率对比（%）.....	- 14 -
图 11、与同行业公司净资产收益率对比（%）.....	- 14 -
图 12、华铁科技费用情况.....	- 14 -
图 13、公司与同行业公司总资产周转率对比.....	- 15 -
图 14、公司与同行业公司应收账款周转率对比.....	- 15 -
图 15、与同行业公司资产负债率对比（%）.....	- 15 -
图 16、与同行业公司流动比率对比（%）.....	- 15 -
图 17、与同行业公司收现比率对比情况（%）.....	- 16 -
图 18、与同行业公司付现比率对比情况（%）.....	- 16 -
表 1、华铁科技营业收入和净利润情况（万元）.....	- 4 -
表 2、华铁科技历史沿革.....	- 4 -
表 3、对应的建筑业租赁额.....	- 7 -
表 4、工程机械租赁额估算.....	- 7 -
表 5、建筑安全支护设备租赁额（亿元）.....	- 7 -
表 6、建筑安全支护设备租赁企业的种类.....	- 8 -
表 7、模板脚手架租赁企业等级划分.....	- 9 -
表 8、公司主要竞争对手简况.....	- 9 -
表 9、华铁科技租赁业务.....	- 10 -
表 10、主营业务收入地区分布情况（万元）.....	- 12 -
表 11、公司募集资金投向.....	- 17 -

表 12、公司盈利预测假设	- 18 -
表 13、盈利预测结果	- 18 -
表 14、可比公司估值情况	- 19 -
附表	- 20 -

1、华铁科技：国内最大建筑安全支护设备租赁企业

1.1 公司简介

浙江华铁建筑安全科技股份有限公司成立于 2008 年 11 月，是一家旨在维护建筑体在施工过程中的稳定及施工人员安全，为各类城市轨道交通建设、高架桥梁建设、民用建设等提供专业的建筑安全支护设备租赁、成套方案优化以及深基坑维护、支持的高科技跟踪技术服务的安全科技型企业。

公司拥有华铁设备、华铁支护、华铁宇硕等 3 家全资子公司，在武汉、北京、福州、沈阳等四地设立 6 家分公司，并在深圳、南宁、成都、南京、南昌、郑州、长沙等地设立办事处。

公司在 2014 年实现营业收入 3.34 亿元，同比增长 8.83%，2012-2014 年主营业务收入年复合增长率达 10.22%。；实现净利润 8539.37 万元，同比增长 12.80%。

表 1、华铁科技营业收入和净利润情况（万元）

	2012	2013	2014
营业收入	27,366.23	30,652.68	33,358.19
YOY	24.18%	12.01%	8.83%
营业利润	7,876.02	8,107.84	9,009.73
YOY	4.30%	2.94%	11.12%
净利润	7,129.23	7,570.44	8,539.37
YOY	11.75%	6.19%	12.80%
毛利率(%)	74.32	71.46	67.24
净利率	26.05	24.70	25.60
ROE(%)	15.34	14.58	14.70

数据来源：华铁科技招股书，兴业证券研究所

1.2 公司历史沿革和股权结构

华铁科技的前身是 2008 年成立的华铁有限责任公司，2011 年杭州昇铁、钱江投资等 4 名法人及胡丹锋、胡敏等 6 名自然人各发起人确认华铁有限整体变更为股份有限公司，经过多次增资及股权变动，公司形成现有股权结构，并于 2013 年整体变更为股份公司，注册资本达万元。

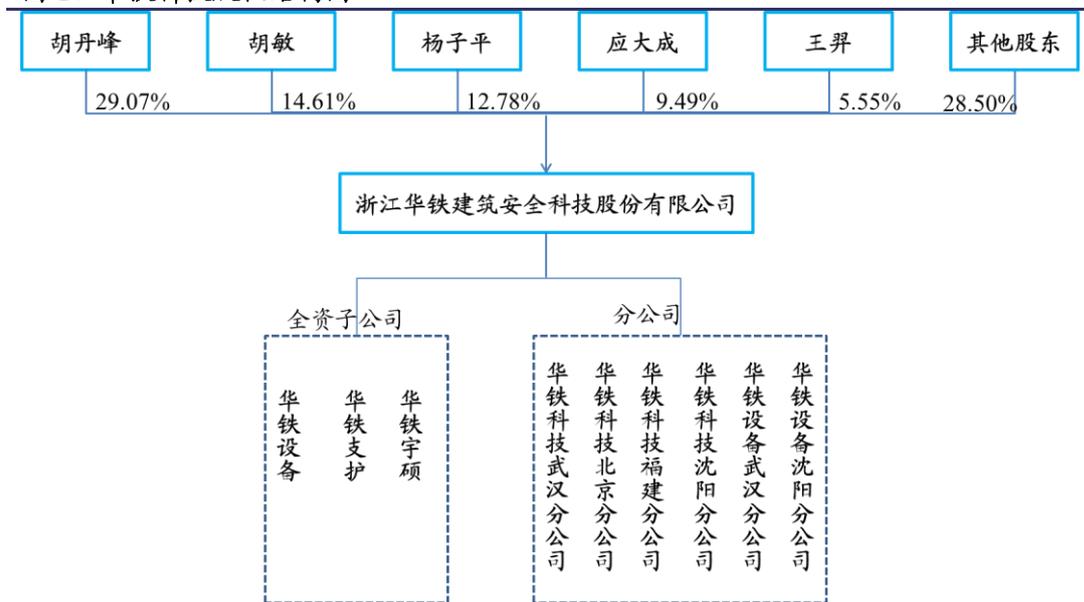
表 2、华铁科技历史沿革

时间	内容
2008 年 11 月	胡锡茂、胡丹锋父子共同出资设立，注册资本 2,000 万元
2008 年 12 月	增资：注册资本增加至 3,000 万元
2009 年 4 月	增资：注册资本增加至 7022 万元
2009 年 4 月	增资：注册资本增加至 11,600 万元
2011 年 2 月	增资：注册资本增加至 12,000 万元
2011 年 3 月	增资：注册资本增加至 13,300 万元
2011 年 6 月	改制：整体变更为股份公司，折合股份总额 13,300.00 万股
2011 年 8 月	增资：注册资本增加至 15,000 万元
2011 年 10 月	增资：注册资本增加至 15,200 万元

资料来源：华铁科技招股书，兴业证券研究所

公司控股股东、实际控制人为胡丹峰先生，任公司董事长兼总经理。胡丹峰直接持有公司本次发行前 29.07% 的股份，还持有杭州昇铁 66.56% 的股权，杭州昇铁持有公司本次发行前 3.29% 的股份。另外，应大成直接持有公司本次发行前 9.49% 的股份，胡丹锋系应大成配偶的弟弟，胡丹峰与应大成成为一致行动人。

图 1、华铁科技股权结构图



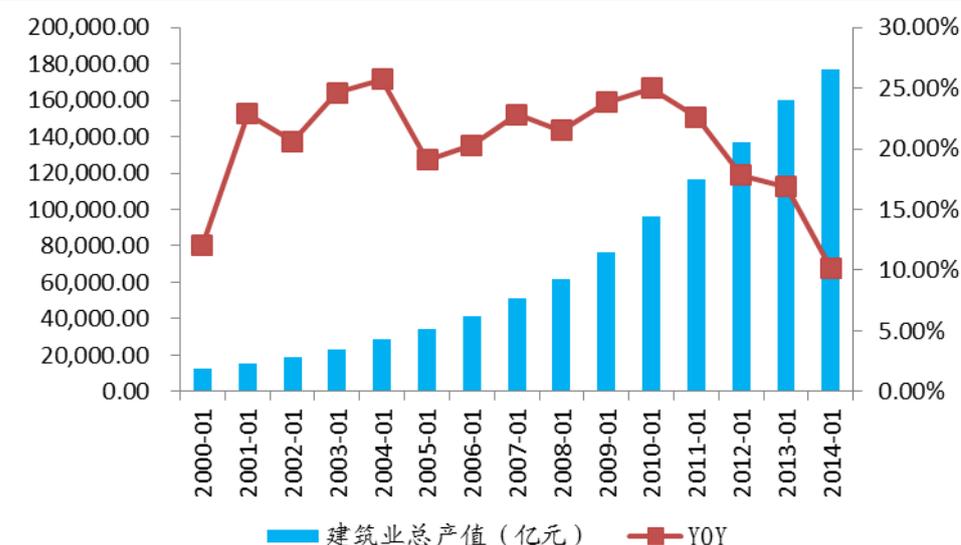
资料来源：华铁科技招股书，兴业证券研究所

2、“大行业，小公司”，行业集中度有待提高

建筑安全支护设备租赁业是促进我国建筑行业向集约化方向发展。随着我国城市化进程的不断推进，在建筑业市场规模逐步扩大的背景下，建筑安全支护设备租赁业的发展，在一定程度上推动建筑业产业链条上的专业分工与合作，提升整体建筑业运营水平；租赁模式在建筑业日常运营中的逐步深入，可提高建筑施工企业的资金利用效率，减少资源浪费。

下游建筑业规模不断扩大，推动建筑安全支护设备租赁业的快速发展。作为建筑业的附属产业，建筑安全支护设备租赁业的发展，深受我国建筑业发展的影响。根据国际统计局数据，我国建筑业产值从 2000 年的 1.25 万亿增长至 2014 年的 17.67 万亿，复合增长率为 19.32%。建筑业的持续高速发展推动着上游的建筑安全支护设备租赁业的不断扩张。

图 2、我国建筑业总产值



资料来源：wind，兴业证券研究所

2.1 市场规模巨大，行业容量快速增长

采用从租赁和商务服务业与建筑业相结合的方式对建筑安全支护设备租赁业的规模进行测算。由于建筑安全支护设备租赁业归属于租赁和商务服务业，采用租赁和商务服务业增加值占国内生产总值的比例来推算各年度对应建筑业的租赁业的租赁额。从构成上来说，与建筑业相关的租赁主要包括工程机械租赁和建筑安全支护设备租赁。估算公式为：

对应建筑业的租赁额 \approx 工程机械租赁额 + 建筑安全支护设备租赁额 \approx 建筑业总产值 \times (租赁和商务服务业增加值 \div 国内生产总值)

据国家统计局数据显示，2005-2013 年我国租赁和商务服务业增加值、国内生产总值、建筑业产值及对应建筑业的租赁额如下表所示：

表 3、对应的建筑业租赁额

项目	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年	2008年	2007年	2006年
租赁和商业服务业增加值 A (万亿)	1.22	1.08	0.94	0.78	0.62	0.56	0.47	0.38
国内生产总值 (B) (万亿)	56.88	51.95	47.31	40.15	34.09	31.4	26.58	21.63
租赁和商务服务业增加值占比 (C=A/B)	0.02	2.08%	1.99%	1.94%	1.82%	1.78%	1.77%	1.76%
建筑业产值 (D) (万亿)	15.93	13.72	11.65	9.6	7.68	6.2	5.1	4.16
对应建筑业的租赁额 (D×C) (亿元)	3,416.77	2,852.28	2,314.73	1,865.01	1,397.76	1,103.60	902.7	732.16

数据来源: 国家统计局, 兴业证券研究所

2005-2010 年中国工程机械销售额为 1,262 亿元至 4,000 亿元之间。据中国产业发展研究网报道, 2011 年我国工程机械的销售额突破 5,000 亿元。2013 年中国工程机械行业销售额 5,663 亿元。采用工程机械租赁额占销售额的比例 3% 进行测算, 则各期工程机械销售额及对应的工程机械租赁额如下表所示:

表 4、工程机械租赁额估算

年度	工程机械销售收入 (亿元)	工程机械租赁额 (亿元)
2013	5,663.00	169.89
2012	5,626.00	168.78
2011	5,464.00	163.92
2010	4,000.00	120.00
2009	3,157.00	94.71
2008	2,773.00	83.19
2007	2,223.00	66.69
2006	1,620.00	48.60
2005	1,262.00	37.86

数据来源: 中国工程机械工业协会, 兴业证券研究所

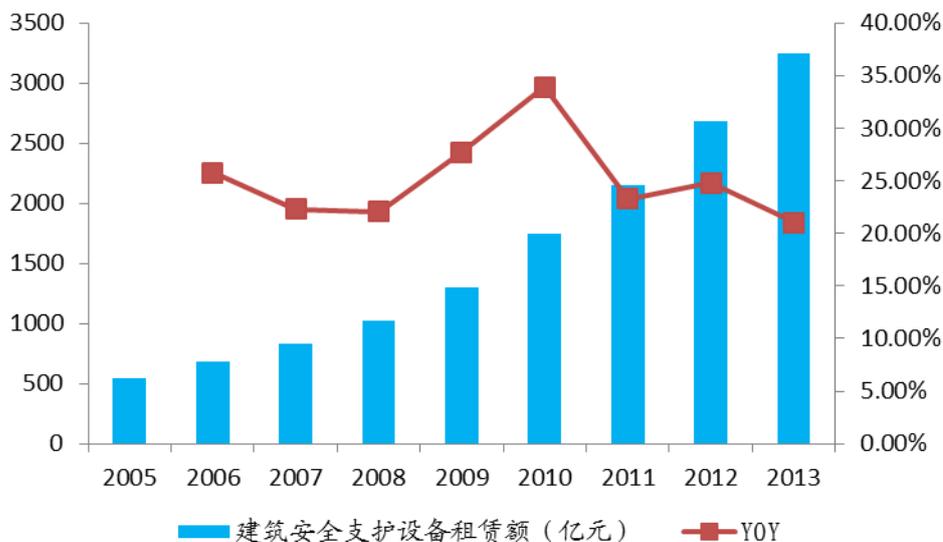
根据计算公式, 建筑业租赁额扣除工程机械租赁额便得到建筑安全支护设备租赁额。建筑安全支护设备租赁额从 2005 年的 543.42 亿元发展到 2013 年的 3246.88 亿元, 年均复合增长率达 21.97%。

表 5、建筑安全支护设备租赁额 (亿元)

年度	对应建筑业的租赁额 (A)	工程机械租赁额 (B)	建筑安全支护设备租 赁额 (C=A-B)
2013	3,416.77	169.89	3,246.88
2012	2,852.28	168.78	2,683.50
2011	2,314.73	163.92	2,150.81
2010	1,865.01	120.00	1,745.01
2009	1,397.76	94.71	1,303.05
2008	1,103.60	83.19	1,020.41
2007	902.70	66.69	836.01
2006	732.16	48.60	683.56
2005	581.28	37.86	543.42

数据来源: 华铁科技招股说明书研究所

图 3、建筑安全支护设备租赁额（亿元）



数据来源：华铁科技招股书说明书研究所

2.2 行业集中度低，专业租赁企业占主导

截至 2014 年末，全国支护设备租赁企业已超过 3.9 万家，专营租赁的公司约占 80% 以上，兼营租赁的企业占 20% 左右。总体而言，专业租赁企业为本行业的主要参与者，其中又以中小型公司居多。

表 6、建筑安全支护设备租赁企业的种类

种类	企业类型	特点
专业租赁企业	小规模、区域性专业租赁企业	资本规模较小，所购置的设备规模不大，种类较为单一，其业务范围局限性较强，一般集中于某一区域
	大规模、多网点专业租赁企业	在多个区域乃至全国范围内开展经营活动；拥有支护设备规模较大、业务网点较多，能为大型工程施工企业提供服务
兼营租赁企业	生产、销售、租赁一体化企业 建筑施工企业或其下属物资部门	业务环节较多，业务链较长，总体业务的配套资金需求较大；租赁业务作为生产、销售环节的补充，是为扩大企业利润来源 对外出租支护设备的目的在于利用设备的空闲时间增加企业收入；若施工过程中出现支护设备不足或调运成本偏高的情况，还需从专业租赁企业租入支护设备

数据来源：华铁科技招股书、兴业证券研究所

根据《模板脚手架租赁企业等级划分规范》（SB/T10545-2009），模板脚手架租赁企业的等级划分主要依据企业的租赁物规模、租赁物质量等因素进行划分，可以分为特级、一级、二级等；自 2010 年起中国基建物资租赁承包协会对自主申报的企业进行了等级评定，经评定的各级企业数量如下表所示：

表 7、模板脚手架租赁企业等级划分

评价指标	特级	一级	二级	三级	四级
申请资质认定前两年自有租赁物总量折合的平均重量(吨) ≥	30,000	12,000	6,000	4,000	2,000
企业数量	18 家	12 家	3 家	1 家	2 家

数据来源：华铁科技招股书、兴业证券研究所

行业集中度较低。在所评定的企业中，租赁物资近两年平均重量在 12,000 吨及以上的租赁企业仅 30 家，在我国 3.9 万家的租赁企业中占比很低，本行业的集中度较低。

公司的竞争对手业务范围多局限在某一区域。由于建筑行业具有较强的地域限制，所以为建筑业服务的建筑支护设备租赁企业多也具有较强的地域性，除 Harsco 外其余竞争对手业务主要集中在某一区域，如郑州金桥建筑机械租赁有限公司在河南省范围内具有较为突出的规模优势。

表 8、公司主要竞争对手简况

名称	主营业务情况
Harsco	以提供工业产品和工业服务为主的跨国集团公司，下属的哈斯科基础工程公司是世界上最大的提供脚手架租赁、支撑系统、混凝土浇筑模板和其他工程服务的公司
北京安德固脚手架工程有限公司	主营业务为脚手架的生产、工程承包、研发制造、产品销售租赁及国际贸易；特级模板脚手架租赁企业
北京盛明建达工程技术有限公司	主营业务为采用新型盘扣式支撑体系的脚手架工程专业承包及碗扣式脚手架租赁；特级模板脚手架租赁企业
郑州金桥建筑机械租赁有限公司	从事建筑机械、脚手架、模板维修及租赁的专业公司；特级模板脚手架租赁企业
浙江万华建筑设备租赁有限公司	从事贝雷架及所搭建的支撑体系的出租，在贝雷架细分市场上具有较强的规模优势

数据来源：互联网、兴业证券研究所

3、公司业绩快速增长，竞争优势明显

公司主营业务为建筑安全支护设备租赁，所供租赁的支护设备按基础种类分主要包括钢支撑类、脚手架类及贝雷类。在下游建筑施工领域中，公司的设备主要应用于城市轨道交通、交通桥梁和民用建筑等工程的建筑施工领域。公司在出租设备的同时，亦视客户的需求，聘用外部的劳务公司为客户安装所租赁的支护设备。

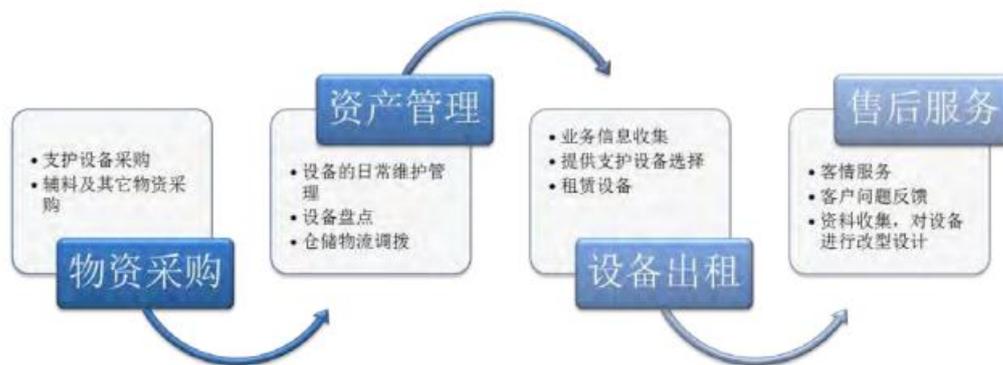
表 9、华铁科技租赁业务

产品名称	功能及技术特点
钢支撑类	拆装相对便捷，大大缩短工期；可以循环使用，能有效减少资源的重复投入；做到先撑后挖，和挖土密切配合，工序搭接稳妥；安装节点紧密，支撑安装允许偏差满足设计要求；加强检查围护位移情况，做好维修服务
贝雷类	结构简单、轻巧、适应性强、组合结构系统好、互换性强和容易组装；可互换，可多次拆装使用；可根据跨径、荷载的大小改变，形式多样，适应性强；运输拆装比较方便，可以做到迅速建成，作业时间短
脚手架类	包括扣件式钢管脚手架、碗扣式脚手架、承插式脚手架、门式脚手架以及其它脚手架等；既要满足施工需要，又要为保证工程质量和提高工效创造条件，同时还应为组织快速施工提供工作面，确保施工人员的人身安全

数据来源：华铁科技招股书、兴业证券研究所

华铁科技母子业务分工明确。华铁科技的业务格局为以华铁科技为核心，华铁科技与华铁设备、华铁支护按照公司规章制度独立采购、独立租赁。在目前客户服务分工而言，华铁科技主要负责钢支撑类及贝雷类支护设备的租赁，华铁设备主要负责碗扣式脚手架的租赁，华铁支护主要负责扣件式钢管脚手架的租赁及后续募集资金投资项目。

图 4、华铁科技业务流程



数据来源：华铁科技招股书说明书研究所

3.2 钢支撑租赁业务占比大，贡献主要利润

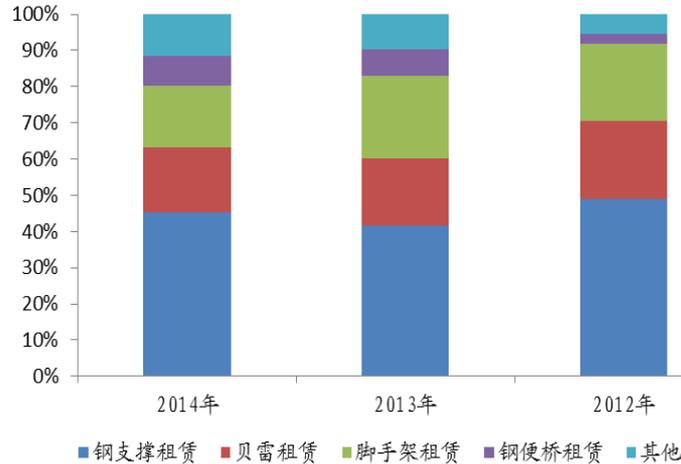
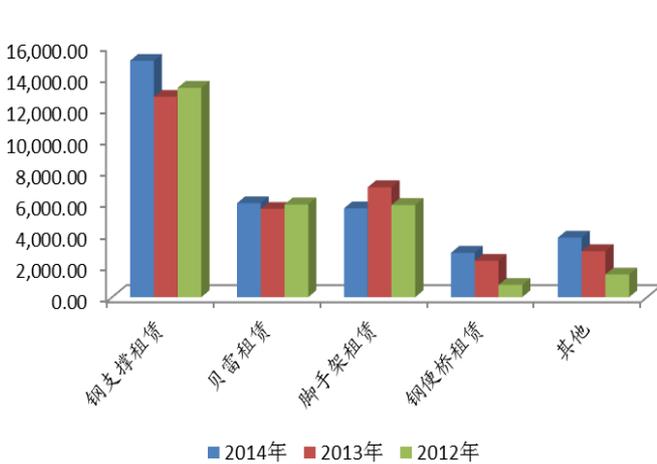
● 公司业绩快速增长，钢支撑租赁业务贡献主要收益

钢支撑租赁业务是公司的核心业务。2012 年至 2014 年公司主营业务收入分别为 26659.60 万元、29468.30 万元和 32385.56 万元，分别比上年增长 9.90% 和 10.54%。钢支撑租赁业务是公司的核心业务，近三年占营业收入比例均在 40% 以上；相比较而言，贝雷租赁、脚手架租赁和钢便桥租赁业务收入占比偏低，其中贝雷租赁

和脚手架租赁业务占比逐年下降，只有钢便桥租赁业务收入占比逐年提高。

公司各项业务收入不稳定。在近三年中，各项业务同比均出现过下降的状况，例如钢支撑租赁在2013年同比下降4.31%、贝雷租赁在2012年和2013年连续两年同比下降、脚手架租赁在2014年同比下降19.18%等，反映公司的业务结构不稳定，在一定程度上存在此消彼长的弱关联。

图 5、华铁科技营收 2012-2014 年均复合增长 10.41% (万元) 图 6、华铁科技各业务收入占比 (2012-2014 年)



数据来源：华铁科技招股说明书，兴业证券研究所

数据来源：华铁科技招股说明书，兴业证券研究所

从各项业务毛利率来看，钢支撑租赁业务的毛利率最高。2013年钢支撑租赁业务的毛利率为77.91%，高于其他各项业务毛利率；贝雷租赁、脚手架租赁、钢便桥租赁业务的毛利率分别为77.53%、53.99%、58.75%。除钢支撑业务外，其余各项业务的毛利率均呈现下降趋势。

从各项业务贡献的毛利占比来看，钢支撑租赁贡献毛利占比最大。2012-2014年，钢支撑租赁业务贡献毛利占比分别为49.22%、44.60%和52.38%；2014年，贝雷租赁、脚手架租赁和钢便桥租赁业务贡献毛利占比分别为23.44%、20.51%和2.98%。在近三年时间中，钢便桥租赁业务贡献毛利占比有较大幅度提升，从2012年的1.43%上升至2014年的7.40%，其余各项业务贡献毛利占比均小幅波动，变化不大。

图 7、华铁科技各业务毛利率 (2012-2014)

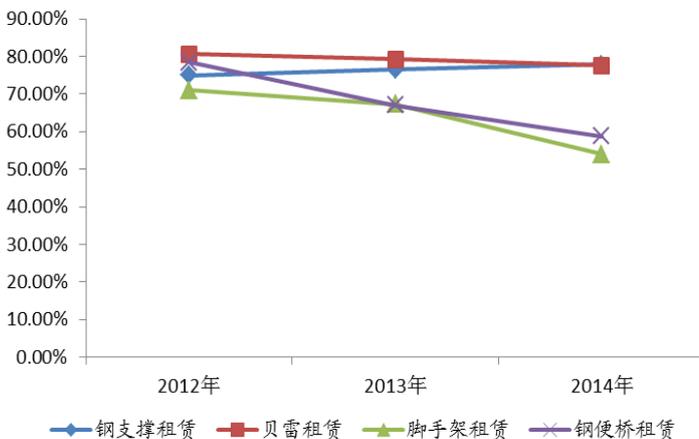
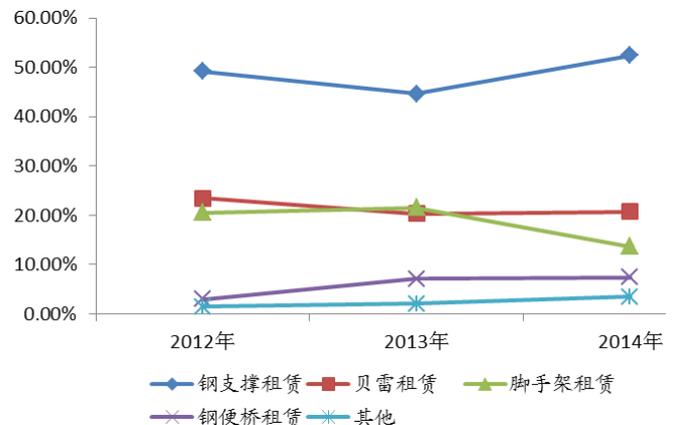


图 8、华铁科技分业务贡献毛利占比 (2012-2014)



数据来源：华铁科技招股说明书，兴业证券研究所

数据来源：华铁科技招股说明书，兴业证券研究所

● 以浙江为中心，逐渐布局全国市场

公司总部位于浙江，业务遍及 13 个省市，从区域来看，公司业务区域分散较广，集中度较低。2014 年，公司区域营业收入前三的分别为浙江、湖北和江苏，占总营业收入的比例分别为 12.86%、21.79% 和 4.84%。2012-2014 年度，营业收入前三省份占比总和分别为 52.38%、45.65%、39.49%。

随着公司资产规模的扩充、业务网点的增加，公司在稳固现有市场地位的同时，不断加大业务的开拓力度，地区分布逐步分散。江西、广西等地的业务增长也较为迅速。

表 10、主营业务收入地区分布情况（万元）

区域	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
浙江	4,165.71	12.86%	8,860.52	30.07%	8,441.71	31.66%
湖北	7,056.79	21.79%	2,412.22	8.19%	2,897.48	10.87%
江苏	1,567.94	4.84%	2,177.87	7.39%	2,626.04	9.85%
辽宁	1,024.90	3.16%	1,564.93	5.31%	2,350.83	8.82%
北京	165.5	0.51%	886.21	3.01%	1,642.51	6.16%
湖南	881.77	2.72%	420.32	1.43%	1,327.86	4.98%
福建	540.8	1.67%	994.4	3.37%	1,295.41	4.86%
江西	2,035.58	6.29%	2,444.32	8.29%	1,056.99	3.96%
四川	1,916.86	5.92%	634.84	2.15%	690.89	2.59%
广西	3,583.39	11.06%	3,439.97	11.67%	665.51	2.50%
安徽	197.81	0.61%	416.31	1.41%	635.28	2.38%
广东	3,491.80	10.78%	1,048.63	3.56%	562.94	2.11%
河南	1,914.71	5.91%	920.58	3.12%	477.95	1.79%
其他	3,842.00	11.86%	3,247.16	11.02%	1,988.20	7.46%
合计	32,385.56	100.00%	29,468.30	100.00%	26,659.60	100.00%

数据来源：华铁科技招股说明书，兴业证券研究所

3.3 竞争优势：品牌优势+渠道优势=行业龙头

公司自成立以来逐步形成了以资产规模、业务网络布局为基础，以充沛的运营资金、完善的内部控制制度、高效的技术研发、优秀的人力资源为保障，以优秀的客户群、良好的市场口碑为外延的市场核心竞争力。

● 品牌优势聚拢优质客户资源

随着公司资产规模的逐步扩充、业务网点增多，在为客户提供便捷、安全的服务同时，市场影响力逐步增强，品牌效应凸显。

- ✓ 从安全生产来看，公司自设立以来，在开展业务过程中，未出现因公司支护设备质量问题而引发的安全生产事故，在行业内树立良好的口碑；
- ✓ 从承接业务方式转变来看，公司设立至今，业务获取方式已由主动推销转变为主动推销、客户介绍和被施工企业邀请参与支护设备租赁业务的投标相结合，市场影响力逐步增强；
- ✓ 从公司服务的工程种类来看，公司设立之初，业务以承接深圳地铁和杭州周边高铁建设施工方的租赁业务为主，现公司服务的工程种类已覆盖公路桥梁、

轨道交通、民用建筑及水利设施等，业务经验不断丰富；

- ✓ 从公司跟随客户成长来看，公司钢支撑主要应用于地铁站的施工建筑中，而城市中地铁的修建以试验站为起点，在试验站建设完成后会对地铁正式线路及车站进行施工。

因公司具备资产规模较大、种类齐全、业务网点较多等优势，能为大型建筑工程提供配套服务。报告期内，公司服务的客户以中国中铁、中国铁建、中交股份、中国建筑及中国水利等大型国有建筑施工企业为主。

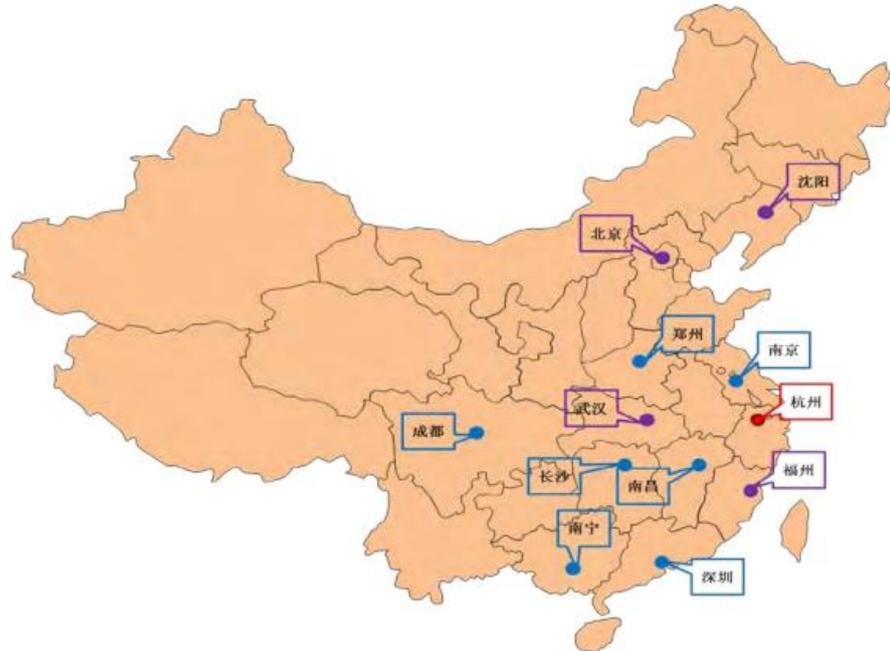
● 业务网络布局全面彰显渠道优势

良好的业务网络布局强化市场拓展能力和资源配置能力

公司具有业务网点覆盖面较广、单个业务网点资产量较多的优势。良好的业务网络布局不仅为公司提升资产运营效率提供保障，同时也降低单个区域业务滑坡对公司经营造成的不利影响。

2009年初，公司仅在杭州、深圳设有业务网点。随着资产规模的扩充，公司逐步完成在全国范围内的业务网络布局。目前，公司已在沈阳、北京、郑州、南京、杭州、福州、深圳、武汉、长沙、南宁、成都等11地设立业务网点，业务范围覆盖了全国26个省、自治区、直辖市。

图9、华铁科技业务网络



数据来源：华铁科技招股说明书研究所

3.4 公司财务分析

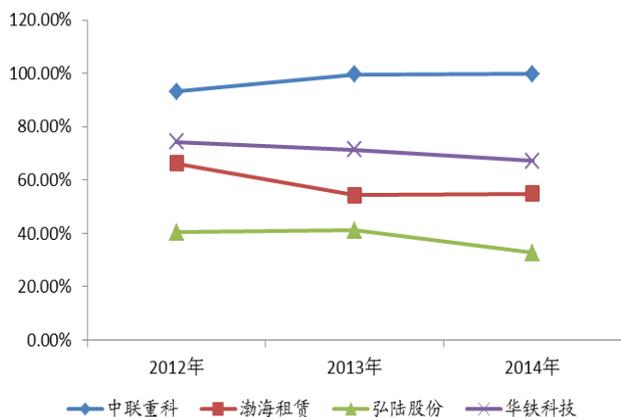
公司近年来财务稳健，营业收入、净利润快速增长。2012-2014年，营业收入同比分别增长24.18%、12.01%、8.83%，年均复合增长率为10.22%。净利润同比分别增长11.75%、6.19%、12.80%，2012-2014年年均复合增长率达到83.17%。

● 盈利能力

公司主营业务综合毛利率维持在较高水平。2012-2014 年，公司主营业务毛利率分别为 74.44%、71.11% 和 67.59%。公司主营业务毛利率较高的原因系公司是一家主要以提供建筑安全支护设备租赁的服务型企业，公司的成本主要为资产的折旧和安装成本，无原材料成本和制造费用等成本。

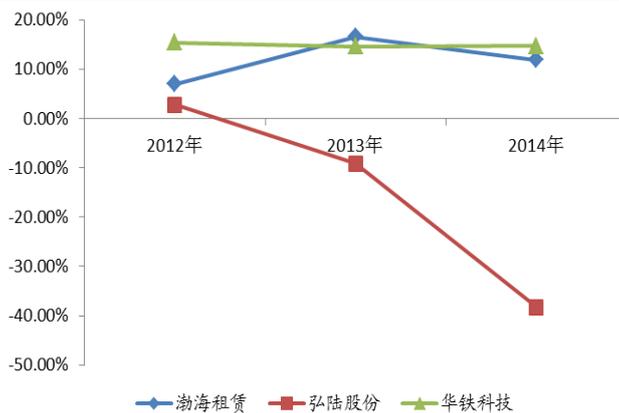
与同行业公司相比，华铁科技的综合毛利率居于中间水平，主要是因为各公司业务性质及出租标的物的差异所致。公司的净资产收益率略低于渤海租赁。

图 10、与同行业公司综合毛利率对比 (%)



数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 11、与同行业公司净资产收益率对比 (%)

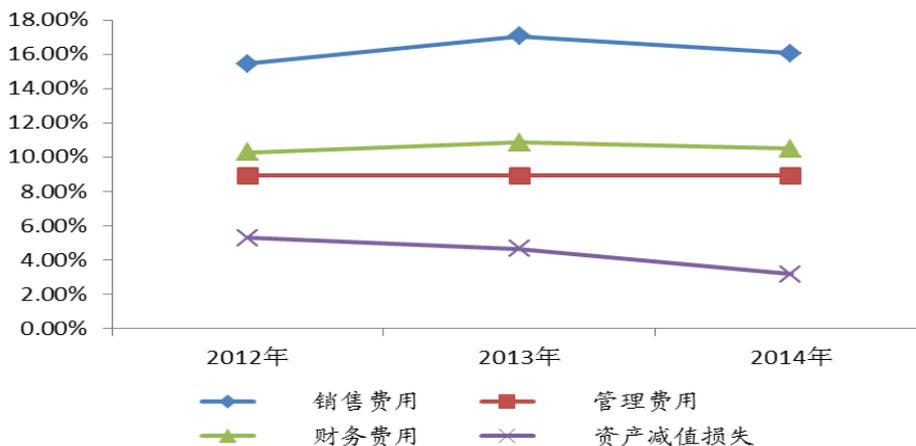


数据来源: wind, 兴业证券研究所

公司主营业务综合毛利率呈下滑趋势。2013 年度及 2014 年度毛利率较前一期分别下降 3.34%、3.52%，主要受公司产品结构调整、单位产品价格下降、单位产品成本变动及资产平均租用率等因素的影响所致。

公司的期间费用占比基本保持稳定，其中管理费用占比较高。2012-2014 年公司的期间费用占比分别为 34.65%、36.81% 和 35.45%。公司销售费用主要来源于运输装卸费、工资薪酬及仓库费用等，其主要原因系公司租赁业务地域较为分散，资产需要在各项目及仓库之间进行调拨，在向项目地运送资产、收回资产及仓库间调拨资产等产生的运输、装卸、吊装费大多由企业自行承担。

图 12、华铁科技费用情况

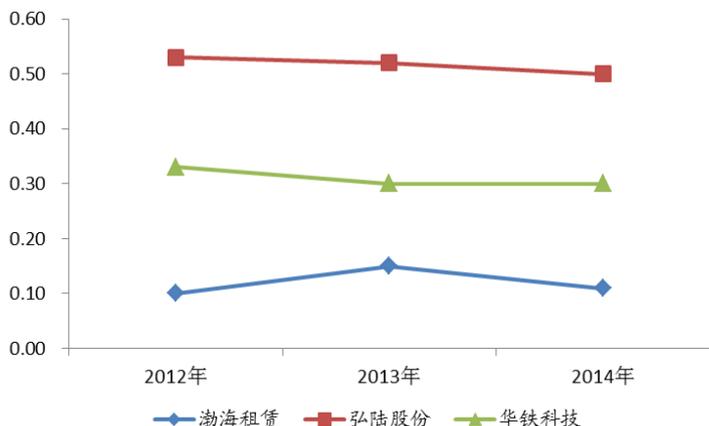


数据来源: wind, 兴业证券研究所

● 营运能力

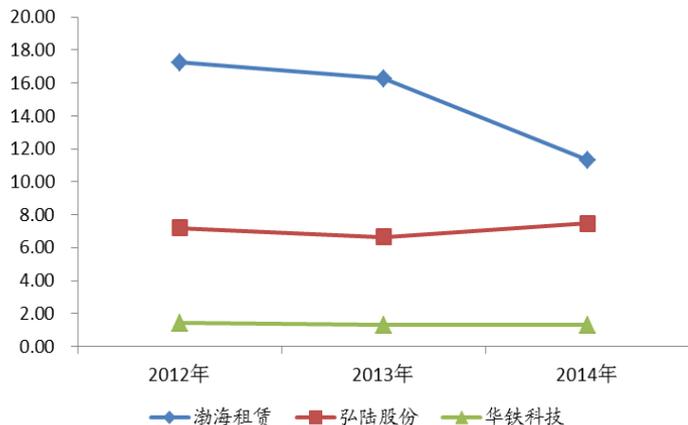
从资产周转角度来看，公司总资产周转率高达 0.30，在租赁行业中处于行业中等水平，表明公司项目管理结构合理、运营效率较高。就分项而言，公司 2013 年应收账款周转率为 1.31，应收账款周转率处于行业下游水平。

图 13、公司与同行业公司总资产周转率对比



数据来源：wind，兴业证券研究所

图 14、公司与同行业公司应收账款周转率对比

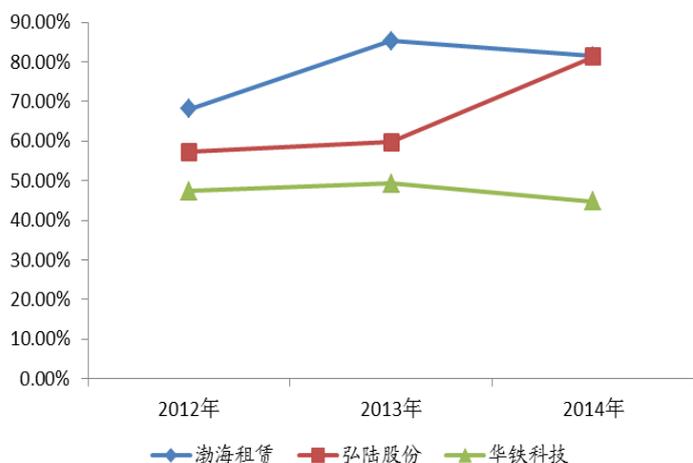


数据来源：wind，兴业证券研究所

● 偿债能力及现金流对比分析

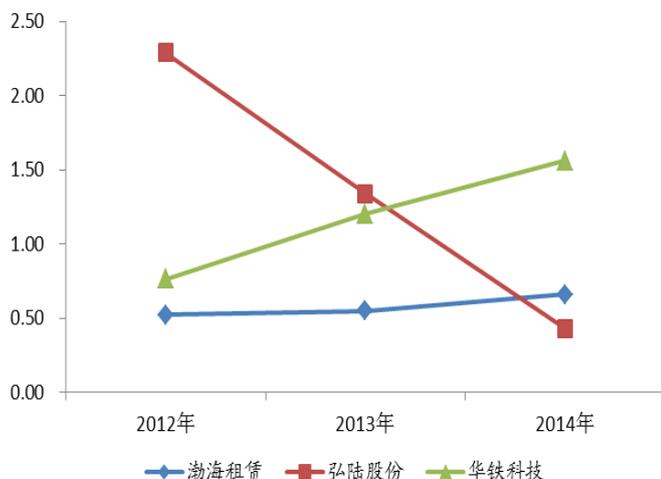
与同行业相比，2014 年华铁科技资产负债率达 44.76%，比同行业租赁公司低，偿债压力较小。公司所处行业属于重资产行业，公司负债总额基本上由经营过程中产生的商业信用负债和银行信贷构成。从流动比率来看，华铁科技流动比率较高。但就整体趋势而言，近几年公司流动比率处在安全水平并不断上升，短期偿债风险较小。

图 15、与同行业公司资产负债率对比 (%)



数据来源：wind，兴业证券研究所

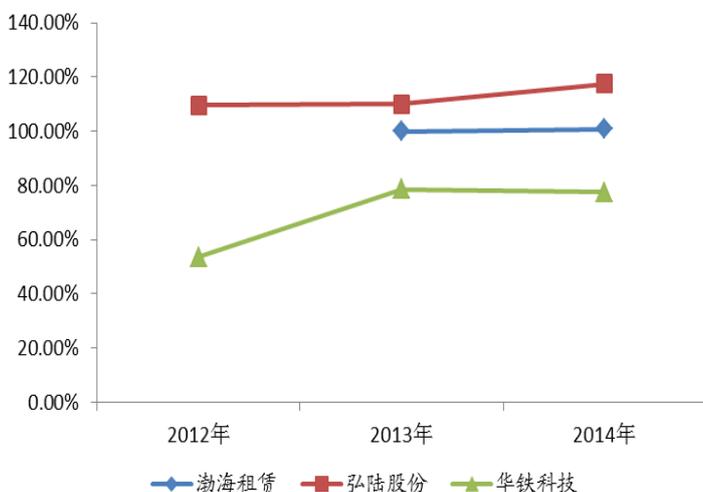
图 16、与同行业公司流动比率对比 (%)



数据来源：wind，兴业证券研究所

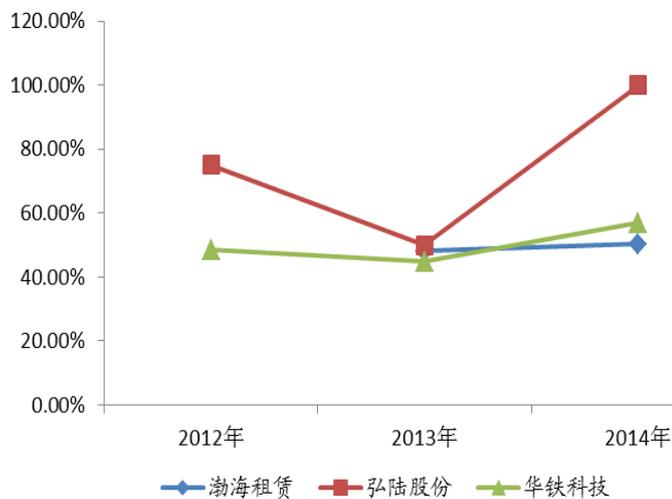
公司近三年来收现比为 53.65%、78.50%和 77.54%，变现能力较弱，在同类企业中处于落后水平；付现比为 48.57%、44.83%和 56.88%，在同行业企业中赊销水平较低，偿债压力较小。

图 17、与同行业公司收现比率对比情况 (%)



数据来源：wind，兴业证券研究所

图 18、与同行业公司付现比率对比情况 (%)



数据来源：wind，兴业证券研究所

4、公司未来发展

4.1 增强租赁服务能力，巩固并提高市场占有率

公司致力成为“全国性的综合专业支护设备租赁企业”，将利用此次公开发行募集资金，进一步扩大公司的支护设备规模，提升公司租赁服务能力，巩固并进一步提高市场占有率：公司拟投资 3.2 亿元用于“建筑安全支护设备租赁服务能力扩充项目”，计划购置约 1 万吨的钢支撑类支护设备和 5 万吨的脚手架类支护设备，依托公司现有的业务网点布局、客户资源及运营经验，扩充业务网点的支护设备储量，并根据公司的业务布局安排分布至各地，提升各地的设备储量，从根本上保证业务开拓的需求，提升公司服务能力和市场竞争优势。

另外，随着建筑施工技术的不断进步、施工方案日益多样，对建筑安全支护体系的要求越发严格，支护设备组件的规格种类需求也不断丰富。公司已在支护设备规模方面具备了突出的优势，同时在支护设备的种类和规格方面也较为齐全，后续公司将持续加大对于支护设备新组件的研发，在此基础上将公司的建筑安全支护设备租赁服务的能力推向更高的层面。

4.2 完善网络布局，拓展业务渠道

建筑安全支护设备重量较大，运输成本较高，建筑施工企业更倾向于在工程地就近选择能满足工程需要的设备租赁商。因此，业务网点多、资产规模较大、供货及时的租赁公司，往往能获得更多的市场机会。广泛的业务网点成为设备租赁公

公司业务拓展良好的渠道。近年来，公司把握行业发展机遇，在全国范围内进行了业务网点的布局，目前已设立 6 家分公司和 7 个办事处，业务范围已覆盖全国 26 个省、自治区、直辖市。

未来公司将坚持立足一级市场，深入二、三级市场，组建更为快捷、高效、完善的市场营销网络：公司将根据全国各地建筑支护设备的市场容量以及城市轨道交通、高速铁路、交通桥梁、民用建筑的开发速度和程度等战略发展布局需要，在现有业务网络格局的基础上，进一步构建模式统一、专业高效、立体化的营销网络，以高效的信息互递、合理的物流运输、优良的服务品质，覆盖全国各个建筑施工区域。

5、募投项目分析

公司此次向社会公开发行股票，募集资金投资项目如下：

表 11、公司募集资金投向

序号	项目	总投资（万元）	实施主体
1	建筑安全支护设备租赁服务能力扩充项目	32,000	华铁支护
2	偿还丰汇租赁长期应付款项本金项目	6,175.17	华铁科技
合计		38175.17	

数据来源：招股说明书、兴业证券研究所

建筑安全支护设备租赁服务能力扩充项目

该项目拟购置 1 万吨的钢支撑类支护设备和 5 万吨的脚手架类支护设备，以扩充公司各业务网点的设备储量。其中设备购置 30000 万元，流动资金 2000 万元，项目建设期 24 个月。

偿还丰汇租赁长期应付款项本金项目

公司与丰汇租赁签订的《融资租赁合同》，尚余 9700 万元本金未偿还，其中 6175.17 万元本金以公司本次公开发行股份的募集资金进行偿还。偿还部分尚未支付的丰汇租赁本金，有利于改善公司的资金结构，减轻公司发展过程中所需面对的间接融资压力。

6、盈利预测与估值

● 盈利预测假设

表 12、公司盈利预测假设

年份		2014	2015E	2016E	2017E
钢支撑租赁	主营业务收入(百万元)	150.78	173.40	195.94	217.49
	毛利率%	77.91%	78.00%	78.50%	79.00%
	同比增长率%	17.98%	15.00%	13.00%	11.00%
贝雷租赁	主营业务收入(百万元)	59.940	64.735	69.914	75.507
	毛利率%	77.53%	77.50%	77.40%	77.30%
	同比增长率%	6.58%	8.00%	8.00%	8.00%
脚手架租赁	主营业务收入(百万元)	56.650	59.483	62.457	65.580
	毛利率%	53.98%	50.00%	48.00%	49.00%
	同比增长率%	-19.18%	5.00%	5.00%	5.00%
钢便桥租赁	主营业务收入(百万元)	28.240	33.888	40.666	48.799
	毛利率%	58.75%	50.00%	45.00%	45.00%
	同比增长率%	22.20%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	主营业务收入(百万元)	333.59	381.76	432.17	487.17
	毛利率%	67.24%	65.07%	64.13%	63.93%
	同比增长率%	8.83%	14.44%	13.20%	12.73%
	营业费用/主营业务收入%	17.00%	16.50%	16.00%	17.00%
	管理费用/主营业务收入%	9.00%	8.50%	8.30%	9.00%
	实际税率%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%

数据来源：兴业证券研究所整理

● 盈利预测结果

表 13、盈利预测结果

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	334	382	432	487
增长率	8.8%	14.4%	13.2%	12.7%
营业利润(百万元)	90	113	128	143
增长率	11.1%	25.8%	13.2%	11.2%
净利润(百万元)	85	103	116	128
增长率	12.8%	20.0%	13.2%	10.2%
最新摊薄每股收益(元)	0.42	0.51	0.57	0.63
每股净资产(元)	3.08	5.46	6.03	6.67

数据来源：兴业证券研究所整理

● 估值与询价建议

我们预测公司 2015-2017 年净利润分别为 1.03 亿元、1.16 亿元和 1.28 亿元，按发行后总股本 20267 万股计算的 2015、2016、2017 年 EPS 分别为 0.51 元、0.57 元和 0.63 元。参考可比上市公司估值水平（目前公司尚无同类型、同行业的上市公司，选取中联重科、渤海租赁两家从事设备租赁业务的公司作为可比公司），结合公司未来发展空间，我们认为可以给予 2015 年 20-30 倍 PE，对应价格区间为 10.2~15.3 元。

公司本次拟公开发行新股 5067 万股，预计募集资金金额 3.81 亿元，按照目前的新股发行规则，在没有超募且足额发行的情况下，由此测算理论的发行价格为不超过 7.52 元。

表 14、可比公司估值情况

公司代码	公司简称	股价(元)		EPS			PE		
		2015-5-11	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
000157.SZ	中联重科	7.60	0.17	0.24	0.35	45.27	31.31	21.46	
000415.SZ	渤海租赁	19.90	0.65	0.83	-	30.57	24.12	-	

资料来源：Wind，兴业证券研究所

● 风险提示

宏观经济波动风险、应收账款回收风险、设备质量引发的安全事故风险

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	352	637	584	671
货币资金	29	269	165	200
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	265	305	352	400
其他应收款	10	11	12	14
存货	1	3	3	3
非流动资产	777	903	974	1001
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	760	854	927	952
在建工程	2	16	20	18
油气资产	0	0	0	0
无形资产	5	7	10	13
资产总计	1129	1540	1558	1672
流动负债	225	192	180	196
短期借款	150	80	90	100
应付票据	0	0	0	0
应付账款	40	40	43	44
其他	35	72	47	52
非流动负债	280	241	155	125
长期借款	56	56	56	56
其他	224	185	99	69
负债合计	505	433	335	321
股本	152	203	203	203
资本公积	218	548	548	548
未分配利润	231	324	428	543
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	623	1107	1223	1351
负债及权益合计	1129	1540	1558	1672

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	85	103	116	128
折旧和摊销	0	41	48	53
资产减值准备	0	20	5	4
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	35	17	19	26
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	0	63	87	61
经营活动产生现金流量	119	103	109	148
投资活动产生现金流量	-71	-152	-128	-78
融资活动产生现金流量	-47	289	-84	-36
现金净变动	0	240	-104	34
现金的期初余额	29	29	269	165
现金的期末余额	29	269	165	200

利润表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	334	382	432	487
营业成本	109	133	155	176
营业税金及附加	5	6	7	8
销售费用	54	65	71	78
管理费用	30	34	37	40
财务费用	35	17	19	26
资产减值损失	11	13	15	17
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	90	113	128	143
营业外收入	15	13	14	14
营业外支出	2	3	2	2
利润总额	103	123	140	154
所得税	17	21	24	26
净利润	85	103	116	128
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	85	103	116	128
BPS(元)	0.42	0.51	0.57	0.63

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长性				
营业收入增长率	8.8%	14.4%	13.2%	12.7%
营业利润增长率	11.1%	25.8%	13.2%	11.2%
净利润增长率	12.8%	20.0%	13.2%	10.2%
盈利能力				
毛利率	67.2%	65.1%	64.1%	63.9%
净利率	25.6%	26.9%	26.9%	26.3%
ROE	13.7%	9.3%	9.5%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	44.8%	28.1%	21.5%	19.2%
流动比率	1.56	3.32	3.25	3.43
速动比率	1.56	3.31	3.23	3.42
营运能力				
资产周转率	30.0%	29.0%	28.0%	30.0%
应收帐款周转率	131.0%	130.0%	123.0%	121.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.42	0.51	0.57	0.63
每股经营现金	0.59	0.51	0.54	0.73
每股净资产	3.08	5.46	6.03	6.67
估值比率(倍)				
PE	0.0	0.0	0.0	0.0
PB	0.0	0.0	0.0	0.0

投资评级说明

行业评级报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于15%;
- 增持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
- 中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
- 减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人						邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理								
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱			
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn			
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn			
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn			
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955								
北京地区销售经理								
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱			
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn			
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn			
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn			
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290195	chenyangjg@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200								
深圳地区销售经理								
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱			
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn			
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn			
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn						
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017								
海外销售经理								
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱			
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn			
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn			
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565982	gongxuejin@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955								
私募及企业客户负责人						刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理								
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱			
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955								

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。