

# 收购恒铝少数股东股权，强化铝模板租赁业务布局

——华铁应急（603300.SH）跟踪研究之一

## 要点

**事件：**公司发布公告，拟收购子公司浙江恒铝少数股东股权，并由交易方购买华铁应急二级市场股票的公告；交易完成后，浙江恒铝将成为公司的全资子公司。

**交易方案：**公司收购浙江恒铝约49%股权，收购对价为2.74亿元，交易对方应将股权转让款的50%即1.37亿元全部用于购买华铁应急二级市场股票。

**业绩承诺：**标的公司2021-2023年后三年累计的扣非后净利润不低于1.7亿元；其中，21年不低于4800万元，22年不低于5700万元，23年不低于6500万元。

## 点评：

**时隔1年，收购恒铝全部股权：**公司于19年12月完成对浙江恒铝51%股权的收购。彼时交易对价（含增资部分）总计约1.97亿元，承诺2019-2022年扣非净利润不低于1.5亿元，其中2019年不低于2600万元、2020年不低于3200万元、2021年不低于4000万元、2022年不低于5200万元。此次拟收购恒铝剩余股权，虽交易对价较前次有提高，但对业绩承诺底线亦有相应增厚。2019年，浙江恒铝净利润2840万元，扣非后净利润约2700万元，较好完成前期业绩承诺；2020年前三季度，受疫情影响，出租时长有一定减少，实现扣非后净利润约1436万元。

**铝模板租赁有成长性，收购有利于业务整合：**模板是建筑现场湿作业必须采用的周转材料，铝模板符合“节能减排、绿色施工”的大趋势，能与装配式建筑结合并有效提高施工效率、降低人工成本，目前在高层建筑中已具备经济性，判断在住建领域已有30%左右市占率，未来将持续替代目前较为普遍的木模板材料。优秀的铝模板租赁商通常会依托加工基地，提供设计优化（除定制化外，还需要考虑拆卸难易程度）、抛丸、翻新等服务。收购恒铝之前，华铁虽有相关业务，但无加工基地，收购之后，公司相关业务协同逐步显现，也有效盘活存量资产。随着，铝模板渗透率逐步提升，经营模式的优化，同业公司呈现成长性。如拟IPO铝模板租赁商志特新材，2016-19年收入复合增速达76%，业绩复合增速达99%。

**盈利预测、估值与评级：**设备经营性租赁赛道具备良好的行业成长性。海外经验表明，租赁商能够实现强者恒强的竞争优势。租赁商的竞争壁垒不在于设备资产本身，而是在于其设备管理维护能力、渠道建设与推广能力以及产业链整合能力。设备租赁商报表体现为高利润率、高ROE、良好的经营性现金流，但资产偏重，扩张依赖持续资本开支，且杠杆率较高。若公司能够实现轻资产化扩张，则未来估值体系将有较大提升的空间。考虑到收购尚未完成，维持2020E-2022E年盈利预测EPS0.31元、0.39元及0.50元，维持“增持”评级。

**风险提示：**租金回报率不及预期、资产减值风险、渠道布局不及预期

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	888	1,154	1,592	2,361	3,489
营业收入增长率	27.99%	29.99%	37.96%	48.29%	47.81%
净利润（百万元）	-29	276	279	352	449
净利润增长率	-189.47%	-1057.66%	1.33%	26.17%	27.27%
EPS（元）	-0.06	0.41	0.31	0.39	0.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	-1.95%	15.69%	8.52%	9.71%	11.00%
P/E	-107	16	20	16	13
P/B	2.1	2.4	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-25

## 增持（维持）

当前价/目标价：6.33/7.24元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

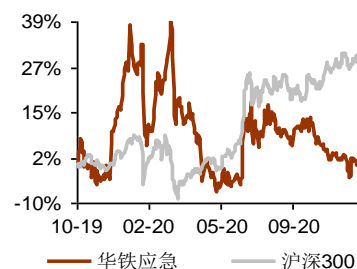
021-52523822

sunwf@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	9.03
总市值(亿元)：	57.14
一年最低/最高(元)：	5.68/8.61
近3月换手率：	18.05%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.81	-23.24	-66.84
绝对	2.77	-3.32	-14.31

资料来源：Wind

## 相关研报

战略修正再出发，设备经营租赁龙头将乘势而起——华铁应急（603300.SH）首次覆盖报告（2020-12-17）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	888	1,154	1,592	2,361	3,489
营业成本	265	330	644	1,013	1,583
折旧和摊销	93	46	233	379	527
税金及附加	5	6	5	7	10
销售费用	79	132	223	330	488
管理费用	40	72	96	142	209
研发费用	17	29	48	71	105
财务费用	58	89	189	261	374
投资收益	2	-2	-2	-2	-2
营业利润	222	474	394	504	643
利润总额	219	472	392	502	640
所得税	87	75	62	80	102
净利润	133	397	329	422	539
少数股东损益	161	121	50	70	90
归属母公司净利润	-29	276	279	352	449
EPS(按最新股本计)	-0.06	0.41	0.31	0.39	0.50

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	379	813	352	576	802
净利润	-29	276	279	352	449
折旧摊销	93	46	233	379	527
净营运资金增加	-607	-1,343	429	549	728
其他	921	1,834	-590	-705	-901
投资活动产生现金流	-669	-606	-2,017	-2,002	-2,002
净资本支出	-634	-359	-2,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	56	703	0	0	0
其他资产变化	-90	-950	-17	-2	-2
融资活动现金流	102	-219	1,699	1,486	1,288
股本变化	80	195	223	0	0
债务净变化	-78	-87	-150	1,246	1,160
无息负债变化	-27	1,171	1,193	921	1,113
净现金流	-187	-13	34	60	88

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	70.1%	71.4%	59.5%	57.1%	54.6%
EBITDA 率	41.7%	56.0%	52.3%	51.4%	47.9%
EBIT 率	30.8%	51.9%	37.7%	35.3%	32.8%
税前净利润率	24.7%	40.9%	24.6%	21.3%	18.4%
归母净利润率	-3.2%	23.9%	17.5%	14.9%	12.9%
ROA	2.2%	7.7%	4.2%	4.1%	4.1%
ROE (摊薄)	-1.9%	15.7%	8.5%	9.7%	11.0%
经营性 ROIC	3.2%	18.5%	12.2%	12.1%	12.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	34%	61%	54%	61%	65%
流动比率	1.06	0.52	0.81	0.73	0.74
速动比率	1.06	0.52	0.80	0.72	0.74
归母权益/有息债务	0.98	1.23	2.57	1.44	1.11
有形资产/有息债务	3.98	3.45	5.90	4.01	3.51

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	6,081	5,182	7,794	10,384	13,195
货币资金	88	90	124	183	271
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	576	943	1,541	2,311	3,416
应收票据	24	14	19	29	42
其他应收款 (合计)	80	70	96	143	211
存货	5	8	16	26	40
其他流动资产	101	87	109	170	200
流动资产合计	2,043	1,224	2,048	3,017	4,356
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	56	703	703	703	703
固定资产	1,278	2,803	4,396	5,861	7,191
在建工程	9	0	75	131	174
无形资产	5	12	11	11	11
商誉	0	201	201	201	201
其他非流动资产	45	142	157	157	157
非流动资产合计	4,038	3,958	5,746	7,367	8,839
总负债	2,059	3,143	4,186	6,352	8,625
短期借款	1,002	1,036	719	1,751	2,633
应付账款	110	394	515	810	1,267
应付票据	5	0	0	0	0
预收账款	28	22	22	46	68
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,920	2,336	2,531	4,146	5,868
长期借款	60	100	150	200	250
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	1	2	3
非流动负债合计	139	807	1,654	2,206	2,757
股东权益	4,022	2,039	3,609	4,031	4,570
股本	485	680	903	903	903
公积金	849	713	1,759	1,794	1,839
未分配利润	328	583	835	1,152	1,556
归属母公司权益	1,478	1,757	3,277	3,630	4,078
少数股东权益	2,545	282	332	402	492

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.87%	11.42%	14.00%	14.00%	14.00%
管理费用率	4.45%	6.21%	6.00%	6.00%	6.00%
财务费用率	6.54%	7.69%	11.86%	11.05%	10.71%
研发费用率	1.96%	2.54%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	40%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.78	1.20	0.39	0.64	0.89
每股净资产	3.04	2.58	3.63	4.02	4.52
每股销售收入	1.83	1.70	1.76	2.61	3.87

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	-107	16	20	16	13
PB	2.1	2.4	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	25.6	8.6	8.3	6.8	5.8
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼