

公司研究

高空作业平台租赁快速增长，期待轻资产模式持续推广

——华铁应急（603300.SH）2020 年年报点评

买入（维持）

当前价：8.72 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):	78.08
一年最低/最高(元):	5.68/8.89
近3月换手率:	42.49%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	20.46	43.96	-14.28
绝对	14.86	43.44	21.95

资料来源：Wind

相关研报

轻资产委托运营落下第一子，成长的弹性及确定性或提高——华铁应急（603300.SH）跟踪研究之三（2021-02-05）

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（2021-01-25）

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）

要点

事件：

公司发布 2020 年年报。报告期，公司实现营业收入 15.2 亿元，同增 32%；归母净利润 3.2 亿元，同增 17%。单四季度，公司实现营业收入 5.2 亿元，同增 56%，环增 32%；归母净利润 1.6 亿元，同增 325%，环增 117%。

点评：

建筑后市场相关租赁业务快速增长：报告期，公司建筑后市场相关租赁业务实现高速增长。高空作业平台租赁类业务实现营业收入 4.7 亿元，同增 394%，占总营收约 31%；地下维修维护工程营收 1.9 亿元，同增 106%。相较而言，公司传统周转材料类租赁业务（钢支撑、铝模板、爬架等）增长较为平稳，实现营业收入 8.4 亿元，同增 11%。设备租赁业务收入规模增长与三个变量相关，分别为设备规模、租金价格、出租率。高空作业平台等业务的较快增长与设备规模持续增长有强相关性。截止 2020 年年末，公司经营租赁资产账面原值为 48 亿元，同增 56%；增量部分主要为高空作业平台。

租赁业务的发展除了设备规模之外，网点及渠道的建设尤为重要。2020 年，公司高空作业平台设备规模突破 20,000 台，运营中心总数突破 60 家（19 年为 20 多家），覆盖超过 400 个城市（19 年为 200 多个）。截止到 2020 年末，公司累计签约客户超 17,000 个，累计签订合同 24,000 单，单笔合同额平均约 25,000 元。从客户结构上来看，公司在维持大客户的基础上，积极拓展中小客户，在中小客户群体中建立品牌优势和先占优势，提升客户粘性，形成稳固的客户群体。

经营性现金流较好，关注应收账款规模明显上升：报告期，公司经营性现金流净流入 5.37 亿元，同比减少 34%。公司经营性现金流净额高于归母净利润，同比减少主要由于公司于 2019 年合并报表口径剥离融资租赁相关业务，该业务影响经营性现金流净额约为 6 亿元；剔除该项目影响，公司经营性现金流净流入同比增长约 163%。同时，我们注意到 2020 年公司应收账款规模净增长约 5.3 亿元，至约 15 亿元；应收账款规模快速增长，判断主要由于传统周转类材料类业务回款放缓所致。公司 2020 年收现比约为 80%，同比提高约 5pcts；随着未来随着建筑后市场相关业务租赁业务增长以及占比提升，中小客户群体对公司业务收入贡献提高，收现比有望持续改善。后续仍须重点关注应收账款规模的变化趋势。

盈利能力有下降，主要受出租率降低影响：报告期，公司综合毛利率约 54%，同减 13pcts，其中高空作业平台、建筑周转材料、地下维修维护工程毛利率分别为 48%、58%及 50%，同减 17pcts、11pcts 及 5pcts。毛利率下降主要有 1) 疫情带来的整体出租时长降低，同时折旧等成本较为刚性；2) 运输成本等从销售费用调整至营业成本，影响毛利率约 5.4pcts。2020 年，公司整体租金回报率变动不大，经营性租赁资产原值周转率为 37%，同减约 1pct。

2021 年，随着疫情影响的减弱，出租时长逐步回归正常，判断综合毛利率将有一定弹性。高空作业平台近期租赁需求较为旺盛，出租率处在较高水平，判断后续租金价格有望企稳回升。

关注轻资产对于租赁商成长性及估值体系的积极影响：至 20 年底，公司经营租赁资产原值约 48 亿元。前期公司公告与热联成立合资公司，计划三年内实现约 30 亿租赁资产管理规模，相关资产由热联集团筹集、并表。通常情况下，设备租赁商报表体现为高利润率、高 ROE 及良好的经营性现金流，但资产偏重、杠杆率高且扩张依赖持续资本开支。轻资产模式有利于弱化前述的负面因素，强化租赁商作为渠道商、服务商的属性，使其中长期的规模增长具备持续性。同时，轻资产模式下，公司后续扩张对于资本开支的依赖度降低，其自由现金流也将有边际改善的空间，在 DCF 框架下或可带来估值弹性。

盈利预测、估值与评级：

2020 年，由于疫情等影响，导致公司产品出租时长有一定降低，进而影响盈利能力，判断随着疫情影响减弱，租金回报率有提升空间；公司资产规模持续增长，期末经营租赁资产原值约为 48 亿元，新增约 17 亿元（其中约 10 亿元主要在 2020 下半年增加），经营租赁资产规模扩张相应带来收入规模的增长。预测 2021 年-2022 年公司归母净利润约为 4.67 亿元、6.49 亿元，该预测较前次预测提高约 17%、28%，新增 2023 年归母净利润预测 8.76 亿元。现价对应 2021 年动态市盈率约为 17x。

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。行业竞争壁垒不在于资产规模，而在于其管理维护能力、渠道建设与推广能力以及产业链整合能力。报告期，公司建筑后市场租赁业务快速增长，高空作业平台等租赁业务占总收入比例约 31%；渠道布局加快推进，运营中心及覆盖城市数量均有大幅增长；公司相关业务战略向中小型客户倾斜，未来渠道粘性有望提高；此外，轻资产模式落地，公司长期成长性的确定性提高，报表质量也将改善。看好经营租赁行业赛道、看好轻资产模式下公司中长期业绩增长的弹性。维持“买入”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

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,154	1,524	2,297	3,050	4,027
营业收入增长率	29.99%	32.11%	50.66%	32.79%	32.05%
净利润（百万元）	276	323	467	649	876
净利润增长率	-1057.66%	17.09%	44.61%	39.07%	34.93%
EPS（元）	0.41	0.36	0.52	0.72	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.69%	9.68%	12.28%	14.59%	16.45%
P/E	21	24	17	12	9
P/B	3.3	2.3	2.1	1.8	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-26；注：2019 年股本为 6.8 亿股，2020 年因增发变更为 9.03 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,154	1,524	2,297	3,050	4,027
营业成本	330	702	994	1,281	1,640
折旧和摊销	46	287	390	543	740
税金及附加	6	5	8	10	13
销售费用	132	133	201	267	352
管理费用	72	95	143	213	362
研发费用	29	44	66	87	161
财务费用	89	150	220	303	397
投资收益	-2	3	20	40	60
营业利润	474	482	656	876	1,149
利润总额	472	481	655	875	1,148
所得税	75	82	112	150	196
净利润	397	399	543	725	952
少数股东损益	121	76	76	76	76
归属母公司净利润	276	323	467	649	876
EPS(元)	0.41	0.36	0.52	0.72	0.97

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	813	538	629	1,002	1,285
净利润	276	323	467	649	876
折旧摊销	46	287	390	543	740
净营运资金增加	-1,338	785	570	602	838
其他	1,829	-857	-798	-792	-1,169
投资活动产生现金流	-606	-1,556	-1,480	-1,960	-2,440
净资本支出	-359	-1,471	-1,500	-2,000	-2,500
长期投资变化	703	691	0	0	0
其他资产变化	-950	-776	20	40	60
融资活动现金流	-219	1,069	925	1,031	1,249
股本变化	195	223	0	0	0
债务净变化	-87	61	571	639	879
无息负债变化	1,171	469	772	892	1,022
净现金流	-13	50	75	73	94

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	71.4%	53.9%	56.7%	58.0%	59.3%
EBITDA 率	56.0%	57.0%	57.6%	58.9%	57.6%
EBIT 率	51.9%	37.8%	40.6%	41.1%	39.3%
税前净利润率	40.9%	31.6%	28.5%	28.7%	28.5%
归母净利润率	23.9%	21.2%	20.3%	21.3%	21.8%
ROA	7.7%	5.4%	5.8%	6.3%	6.6%
ROE (摊薄)	15.7%	9.7%	12.3%	14.6%	16.4%
经营性 ROIC	18.4%	10.7%	13.8%	14.9%	14.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	50%	54%	57%	59%
流动比率	0.52	0.81	0.88	0.92	0.95
速动比率	0.52	0.80	0.88	0.91	0.94
归母权益/有息债务	1.23	2.24	1.85	1.65	1.49
有形资产/有息债务	3.45	4.78	4.37	4.17	3.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按年末股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,182	7,397	9,283	11,539	14,392
货币资金	90	147	222	295	389
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	943	1,444	2,007	2,607	3,443
应收票据	14	41	62	83	109
其他应收款 (合计)	70	32	48	64	85
存货	8	18	26	33	43
其他流动资产	87	195	273	348	446
流动资产合计	1,224	2,015	2,783	3,582	4,675
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	703	691	691	691	691
固定资产	2,803	4,316	5,297	6,595	8,167
在建工程	0	10	64	123	186
无形资产	12	10	10	10	10
商誉	201	201	201	201	201
其他非流动资产	142	31	31	31	31
非流动资产合计	3,958	5,382	6,500	7,957	9,717
总负债	3,143	3,673	5,016	6,547	8,447
短期借款	1,036	1,060	1,484	1,793	2,294
应付账款	394	353	500	644	825
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	22	0	0	0	0
其他流动负债	0	17	29	44	71
流动负债合计	2,336	2,482	3,150	3,886	4,920
长期借款	100	0	100	200	300
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	807	1,191	1,866	2,661	3,528
股东权益	2,039	3,724	4,267	4,992	5,944
股本	680	903	903	903	903
公积金	713	1,758	1,804	1,869	1,957
未分配利润	583	889	1,310	1,894	2,682
归属母公司权益	1,757	3,335	3,801	4,451	5,327
少数股东权益	282	390	466	542	618

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	11.42%	8.75%	8.75%	8.75%	8.75%
管理费用率	6.21%	6.25%	6.25%	7.00%	9.00%
财务费用率	7.69%	9.86%	9.60%	9.94%	9.85%
研发费用率	2.54%	2.86%	2.86%	2.86%	4.00%
所得税率	16%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.20	0.60	0.70	1.11	1.42
每股净资产	2.58	3.69	4.21	4.93	5.90
每股销售收入	1.70	1.69	2.54	3.38	4.46

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	21	24	17	12	9
PB	3.3	2.3	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	11.1	10.8	7.6	6.0	5.1
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

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------