

公司研究

期权激励出炉，目标收入提速

——华铁应急（603300.SH）跟踪研究之五

要点

事件：公司发布期权激励方案，拟授予激励对象的股票期权数量约 4466 万份，占公告日总股本约 4.95%。

点评：

目标收入提速：此次激励的业绩指标为：21 年收入不低于 21.35 亿元、21-22 年累计不低于 51.24 亿元、21-23 年累计不低于 93.09 亿元、21-24 年累计不低于 151.68 亿元；对应 4 年收入复合增速约 40%。相较而言，公司 2018-2020 年收入同比增速分别为 28%、30%及 32%，此次激励对未来 4 年收入增速指引较以往年份有明显提速，表明管理层判断公司及行业将进入新的发展阶段。

溢价行权，近半员工参与：此次激励行权价为 10.5 元，较现价溢价约 20%，较前 120 个交易日均价溢价约 35%。股票期权摊销成本与授权日、授予日收盘价相关，若以今日收盘价为授权价格，则对应股票 21 年-25 年累计股票期权摊销成本 2448 万元；不过，授权日及授权价格尚未最终确定，最终期权摊销成本或有较大变动。此次激励首次授予涉及的激励对象共 812 人（占 2020 年期末员工总数的 48%），并预留 20%份额作为后续人才引进激励之用。激励范围覆盖广，且溢价行权，体现管理层对于公司战略执行的信心。

既是机遇，又有挑战：设备经营租赁行业有显著的规模效应及先发优势；参考海外经验，龙头企业强者恒强，且在行业进入平台期后，盈利能力强且现金流良好。我国设备经营租赁正处在快速发展期，龙头公司虽然能在单一品类占据较高份额，但在全口径工程设备领域份额仍低；并且，我们也观察到了设备经营租赁行业正从“湿租”向“干租”转变。行业正处跑马圈地阶段，市场份额及收入规模对于公司尤为重要。**较高的目标收入对公司经营提出挑战：**设备经营租赁的收入规模与管理资产规模正相关，管理资产规模的快速扩张对公司在运营效率、渠道网点布局、维修维护团队及供应链、信息化体系建设均提出了更高的要求。

盈利预测、估值与评级：前期大股东全额认购定增（尚未完成），持股比例将提高约 7.5%；此次期权收入目标要求高，且行权价格高出现价 20%，进一步表明公司管理层对于后续发展有强烈信心。我们坚定看好设备经营租赁赛道 Beta，也看好华铁应急的战略执行力及运营效率，前期草根调研已部分验证公司精细化管理水平及运营效率。维持 2021 年-2023 年公司归母净利润预测 4.67 亿元、6.49 亿元、8.76 亿元。现价对应 2021 年动态市盈率约为 17x，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。

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	3.4	2.4	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 2021-06-03；注：2019 年年末总股本为 6.8 亿，2020 年年末为 9.03 亿

买入（维持）

当前价：8.70 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)	78.54
一年最低/最高(元)	5.70/9.34
近 3 月换手率	51.83%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.61	9.48	42.96
绝对	0.23	12.99	46.46

资料来源：Wind

相关研报

(2021-04-12)

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（2021-03-28）

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)	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: 按当年年末总股本摊薄测算

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	3.4	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	11.1	10.9	7.6	6.1	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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE