

## 公司研究

## 上调盈利预测，超预期的不仅是经营数据

## ——华铁应急（603300.SH）跟踪研究之七

## 买入（维持）

当前价/目标价：12.45/-元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

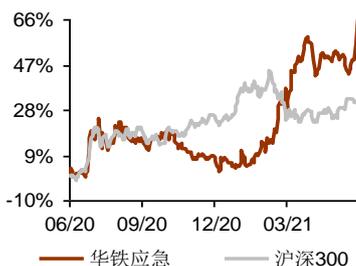
021-52523822

sunwf@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	9.03
总市值(亿元):	112.39
一年最低/最高(元):	5.79/13.19
近3月换手率:	65.30%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	17.04	47.29	82.77
绝对	9.89	41.96	86.94

资料来源：Wind

## 相关研报

Q1 现金流亮眼，实控人定增优化股权结构——华铁应急（603300.SH）跟踪研究之四（2021-04-12）

20Q4 业绩大超预期，高空作业平台租赁业务稳步增长——华铁应急（603300.SH）跟踪研究之二（2021-01-27）

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：

2021H1，华铁应急实现收入 10.6 亿元，YOY+76%；实现归母净利润 1.94 亿元，YOY+136%；扣非后归母净利润 1.81 亿元，YOY+148%；经营性现金流净流入 4.91 亿元，YOY+109%。21Q2，公司实现收入 6.5 亿元，YOY+63%；实现归母净利润 1.19 亿元，YOY+140%；经营性现金流净流入约 1.6 亿元，YOY+30%。

## 点评：

## 各业务板块均有明显增长，高空作业平台租赁增长亮眼：

报告期，公司综合毛利率 51%，同减 4pcts，主要为运输费用科目调整所致，整体盈利能力保持稳定。高机、地下维修、支护材料营收 3.8 亿元、9585 万元、5.8 亿元，YOY+105%、27%、73%；毛利率分别约为 49%、51%、53%，YOY-1pct、+9pcts、-10pcts。会计准则调整对毛利率影响约-5pcts 左右。其中，高空作业平台租赁板块净利润约 7744 万元（浙江大黄蜂净利润 4846 万元、华铁大黄蜂净利润 2899 万元），对应净利润率约 20%，盈利能力明显提升。支护业务毛利率下降与业务结构有关。

## 高空作业平台贡献提升，或可改善账龄结构，并对冲周期性风险：

相较于传统支护类业务，公司高空作业平台租赁主要面向中小型客户，回款周期较短。随着高空作业平台收入贡献占比提升，其账龄结构也将有较为明显的改善。21H1，公司 1 年以下的应收账款占比约为 69%，较 20H1 提高 5pcts。

传统支护类业务涵盖地下钢支撑、民用钢支撑、钢便桥、铝模板、盘扣式脚手架、爬架等；该类租赁业务工程属性较强，不仅需提供材料作为出租，通常还需要提供配套的工程解决方案或者指导；与塔机租赁类似，该类业务具有一定的工程分包属性，故而账期相对较长，同时利润率相对较高。支护业务的优势在于其多为钢铝等粗加工产品，残值较一般设备高，且使用寿命可超过 10 年；支护业务的劣势则在于缺乏标准化的金融工具（无法融资租赁、抵押贷款等），业务扩张依赖自有资金的持续投入。

传统支护类业务主要应用于基建、地产等新开工阶段，需求的周期属性较强；相较而言，高空作业平台的下游应用场景较为多元，不仅仅可以应用于基建、地产新开工，还可以应用于制造业、园林市政绿化维护保养、文化影视基地、存量建筑装修维修保养等诸多场景，多元化的应用场景有效对冲了需求波动的风险。

## 超预期的不仅仅是经营数据：

**轻资产模式推进超预期。**21H1 公司管理资产原值规模约为 65 亿元，较 20 年期末净增约 17 亿元；其中，有 8 亿元管理资产采用了轻资产的模式。21Q1，公司与热联集团达成协议，与后者成立联营公司；热联在未来三年将累计投入不低于 30 亿元用于盘扣式脚手架采购，并将该资产交予公司运营。21 年 3 月份以来，已购置约 2 亿元设备资产，累计签约合同金额近 7000 万元。此外，公司在高空作业平台领域拓展“转租”的轻资产模式，由资金方出资约 6 亿元购买设备，以一定价格转租给公司并交由公司对外二次出租。轻资产模式不仅仅降低了公司即期资本开支的压力、提高 ROE 及 ROA，并将有利于公司扩大规模搭建线下网络，也同时降低了公司资产贬值的风险。

**网络效应初步显现，多元设备租赁逐步推进。**报告期，公司高空作业平台运营中心突破 100 个，较 20 年末新增 40 个；设备台数达 3 万台。网络效应初现，公司开始布局玻璃吸盘车、工程机械手、叉车等新型设备租赁业务，通过区域网络布局，加快冷门（或新型）产品在区域网络内的流转效率，从而提升该类产品的出租率，从而实现较高的盈利水平。多元设备租赁的推广与传统支护业务、高空作业平台租赁业务的结合，能够满足客户的各类需求，进而提升客户粘性。

**数字化改造加速推进，赋能经营管理。**数字化建设快速推进，“擎天”系统有效提升运营效率，系统迭代加快。公司已基本实现线上签单、设备全生命周期管理、业务全流程管理和财务功能管理，报告期，公司增加并细化采购流程线上化、零部件生命周期管理、应收账款管控和优化维保人员收入结构等功能，加大数字化对于管理的赋能。以数字化对维保人员赋能为例，该系统优化了对维保人员的派单安排，使其减少路途上的时间损耗，提高业务产出；同时，对业务维修等各类模块实现更为精准的 KPI 考核，实现对业务维修人员精准激励，从而提升相关人员工作积极性。

**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 7.5pcts。期权激励收入目标要求高，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。上调 21 年-23 年盈利预测至 4.86 亿元、6.88 亿元及 8.78 亿元（原预测为 4.67 亿元、6.49 亿元、8.76 亿元，分别上调 4%、6%、0.2%）。现价对应 2021 年动态市盈率约为 23x，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	486	688	878
净利润增长率	-1057.66%	17.09%	50.48%	41.54%	27.71%
EPS（元）	0.41	0.36	0.54	0.76	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.69%	9.68%	12.71%	15.25%	16.30%
P/E	31	35	23	16	13
P/B	4.8	3.4	2.9	2.5	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-29；注：2019 年年末总股本为 6.8 亿，2020 年年末为 9.03 亿

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	219	301	394
投资收益	-2	3	20	40	60
营业利润	474	482	679	922	1,152
利润总额	472	481	678	921	1,151
所得税	75	82	116	157	197
净利润	397	399	562	764	954
少数股东损益	121	76	76	76	76
归属母公司净利润	276	323	486	688	878
EPS(元)	0.41	0.36	0.54	0.76	0.97

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	813	538	691	994	1,285
净利润	276	323	486	688	878
折旧摊销	46	287	390	543	740
净营运资金增加	-1,338	785	527	646	838
其他	1,829	-857	-712	-882	-1,172
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	864	1,039	1,250
股本变化	195	223	0	0	0
债务净变化	-87	61	508	644	877
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%	29.5%	30.2%	28.6%
归母净利润率	23.9%	21.2%	21.2%	22.5%	21.8%
ROA	7.7%	5.4%	6.1%	6.6%	6.6%
ROE (摊薄)	15.7%	9.7%	12.7%	15.3%	16.3%
经营性 ROIC	18.4%	10.7%	13.9%	14.9%	14.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	50%	54%	56%	58%
流动比率	0.52	0.81	0.89	0.94	0.96
速动比率	0.52	0.80	0.88	0.93	0.95
归母权益/有息债务	1.23	2.24	1.91	1.71	1.53
有形资产/有息债务	3.45	4.78	4.49	4.26	4.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末总股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,182	7,397	9,239	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	1,964	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	2,739	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	4,953	6,489	8,388
短期借款	1,036	1,060	1,421	1,736	2,235
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	3,087	3,828	4,860
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	4,286	5,050	6,004
股本	680	903	903	903	903
公积金	713	1,758	1,806	1,875	1,963
未分配利润	583	889	1,327	1,945	2,736
归属母公司权益	1,757	3,335	3,820	4,508	5,386
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%	9.54%	9.85%	9.78%
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	0.77	1.10	1.42
每股净资产	2.58	3.69	4.23	4.99	5.97
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	31	35	23	16	13
PB	4.8	3.4	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	15.1	14.8	10.2	7.9	6.6
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