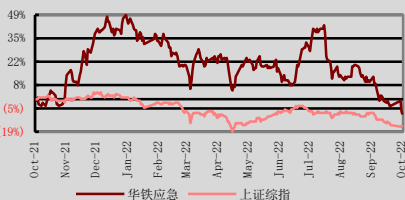


**603300.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.12

板块评级: 中性

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(34.8)	(17.2)	(29.0)	(8.9)
相对上证指数	(18.1)	(9.9)	(21.2)	5.8

发行股数(百万)	1,263
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	7,727
3个月日均交易额(人民币 百万)	140
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
胡丹锋	13

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以2022年10月12日收市价为标准

**相关研究报告**

《华铁应急: 发力高空作业平台, 轻资产+数字化助力业绩增长》20220916

 中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**建筑装饰: 建筑租赁**
**证券分析师: 陈浩武**

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

**联系人: 林祁桢**

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

# 华铁应急

## 三季度业绩延续高增, 多措并举助力规模扩张

公司于10月10日发布2022年三季报, 一至三季度累计营收23.2亿元, 同增29.6%; 累计归母净利4.3亿元, 同增31.1%。考虑公司持续发力高空作业平台业务, 设备管理规模维持高增的同时持续提高运营能力, 维持公司买入评级。

**支撑评级的要点**

- **Q3 营收净利同增:** 单三季度公司营收8.8亿元, 同增20.7%, 归母净利1.9亿元, 同增37.0%, 经营活动现金流量净额为3.4亿元, 同增5.3%。高空作业平台管理规模同增75.9%, 持续发力下推动公司业绩增长。
- **单季毛利率同环比回升, 净利率改善, 费用率有所增长:** 一至三季度, 公司综合毛利率49.6%, 同减2.1pct, 净利率20.3%, 同减2.4pct; 三季度疫情影响减退, 出租率恢复, 毛利率、净利率均有所回升, 单三季度毛利率57.0%, 同增4.5pct, 环比上涨10.8pct, 净利率22.1%, 同减0.9pct, 环比上涨2.3pct, 净利率增幅较小主要系费用率增长所致, 单三季度财务费用率同增5.3pct, 规模扩张带来了财务费用支出上升。
- **多措并举助力规模扩张, 龙头价值凸显。**截至2022年9月底, 公司高空作业平台突破67,000台, 较2021年年末增长41.8%。经营租赁模式下公司业绩的快速增长要求在维持高周转的情况下持续扩张设备管理规模, 公司多措并举, 为未来可持续的快速扩张奠定基础。一方面, 公司持续推进轻资产战略, 通过与东阳城投的合作打造可复制模板; 另一方面, 公司积极借力资本市场, 拟发行18亿元可转债用于高空作业平台规模扩张以及补充流动资金。

**估值**

- 考虑公司持续发力高空作业平台业务, 部分上调盈利预测, 预计公司2022-2024年收入分别为35.2、48.2、68.0亿元, 归母净利分别为6.8、8.3、10.8亿元; EPS分别为0.54、0.66、0.86元。维持公司买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 固定资产投资增速不及预期, 规模扩张不及预期, 出租率大幅下降。

**投资摘要**

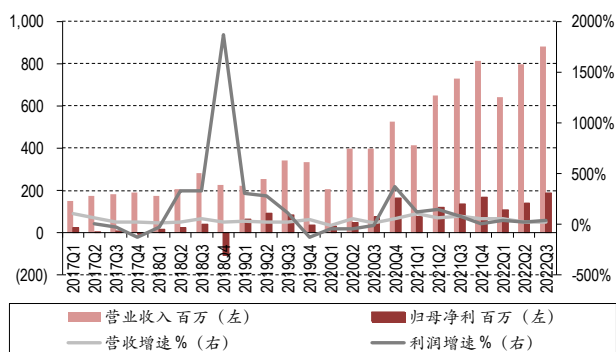
年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	1,524	2,607	3,515	4,823	6,798
变动(%)	32	71	35	37	41
净利润(人民币 百万)	323	498	678	829	1,084
全面摊薄每股收益(人民币)	0.256	0.395	0.537	0.657	0.859
变动(%)	10.4	54.3	36.2	22.2	30.8
市场预期每股收益(人民币)			0.530	0.710	0.930
原先预测每股收益(人民币)			0.504	0.651	0.836
调整幅度(%)			6.6	0.9	2.7
全面摊薄市盈率(倍)	24.5	15.9	11.7	9.5	7.3
价格/每股现金流量(倍)	(10.3)	15.8	(62.7)	(17.4)	(4.5)
每股现金流量(人民币)	(0.61)	0.40	(0.10)	(0.36)	(1.38)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	4.3	4.3	3.3	2.5
每股股息(人民币)	0.05	0.00	0.08	0.09	0.12
股息率(%)	0.9	0.0	1.3	1.4	1.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 一、Q3 营收净利同增，费用率降幅较大

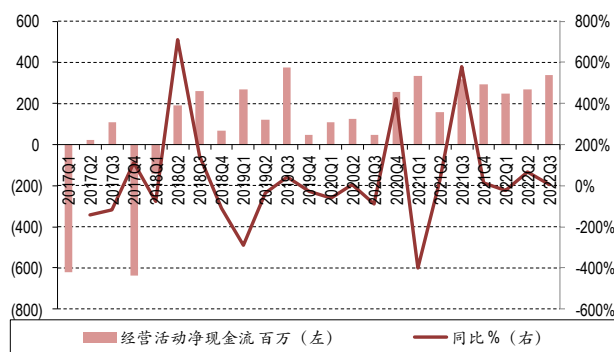
事件：公司发布 2022 年三季报，一至三季度累计营收 23.2 亿元，同增 29.6%，累计归母净利 4.3 亿元，同增 31.1%。单三季度营收 8.8 亿元，同增 20.7%，归母净利 1.9 亿元，同增 37.0%，单三季度归母净利增速较高或由于公司完成了部分子公司收购，少数股东损益减少所致，单三季度少数股东损益同减 74.7%，相比去年同期减少 0.2 亿元。一至三季度公司经营活动现金流量净额为 8.5 亿元，同增 5.2%，单三季度经营活动现金流量净额为 3.4 亿元，同增 5.3%，环比增长 25.4%。高空作业平台板块营收同增 75.9%，持续发力下推动公司业绩增长。

图表 1. Q3 公司营收净利同增



资料来源：公司财报，中银证券

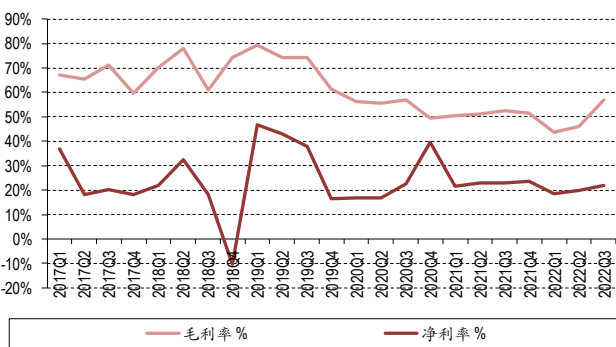
图表 2. Q3 经营活动现金净流量同环比增长



资料来源：公司财报，中银证券

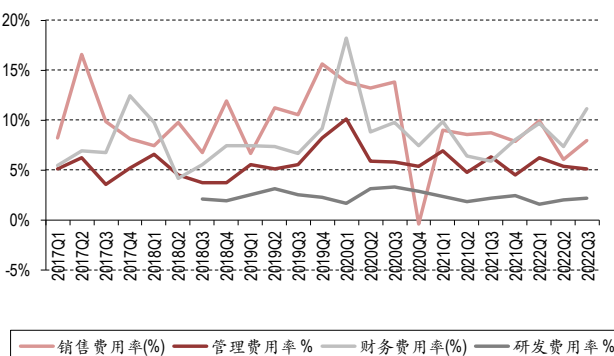
三季度毛利率同环比回升，净利率环比改善，费用率有所增长：一至三季度，公司综合毛利率 49.6%，同减 2.1pct，净利率 20.3%，同减 2.4pct；三季度疫情影响减退，出租率水平恢复，毛利率、净利率均有所回升，单三季度毛利率 57.0%，同增 4.5pct，环比上涨 10.8pct，净利率 22.1%，同减 0.9pct，环比上涨 2.3pct，净利率增幅较小主要系费用率增长所致。一至三季度，四项费用率 24.7%，同增 1.1pct；单三季度四项费用率 26.4%，同增 3.4pct，环比增长 5.6pct，销售、管理、财务、研发费用率分别同比变动-0.8pct、-1.2pct、5.3pct、0.0pct，规模扩张带来了财务费用支出上升。

图表 3. Q3 毛利率、净利率回升



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. Q3 管理、销售费用率同比略减，财务费用率同比上升



资料来源：公司财报，中银证券

## 二、多措并举，促进高空作业平台管理规模扩张

持续发力高空作业平台，推动公司业绩增长。截至 2022 年 9 月底，公司高空作业平台突破 67,000 台，较 2021 年年末增长 41.8%。

经营租赁模式下公司业绩的快速增长要求在维持高周转的情况下持续扩张设备管理规模，公司多措并举，为未来可持续的快速扩张奠定基础。一方面，公司持续推进轻资产战略，于9月份与东阳市城市建设投资集团有限公司共同出资设立合资公司，由东阳城投募集资金、购买设备，华铁应急主持合资公司的日常整体运营；这一轻资产模式的探索有望打造可复制模板，为未来与各地城投公司合作提供样本。另一方面，公司借力资本市场实现规模扩张，公司于10月公告审议通过了发行18亿元可转债的议案，募集资金将分别用于高空作业平台设备规模扩张以及补充流动资金。

### 三、风险提示

固定资产投资增速不及预期，规模扩张不及预期，出租率大幅下降。

图表 5. 2022Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q3	2022Q3	同比增长(%)
营业收入	731.02	882.01	20.66
营业税及附加	2.89	1.91	(33.89)
净营业收入	728.12	880.10	20.87
营业成本	347.22	379.46	9.29
销售费用	63.84	70.29	10.11
管理费用	61.53	64.00	4.01
财务费用	43.02	98.48	128.90
资产减值损失	(27.05)	(36.06)	(33.33)
营业利润	195.73	229.69	17.35
营业外收入	1.82	0.36	(80.16)
营业外支出	1.03	1.51	46.79
利润总额	196.53	228.54	16.29
所得税	28.93	33.94	17.31
少数股东损益	31.30	7.92	(74.70)
归属母公司股东净利润	136.29	186.68	36.97
扣除非经常性损益的净利润	130.19	178.62	37.20
每股收益(元)	0.11	0.15	36.36
扣非后每股收益(元)	0.10	0.14	40.00
毛利率(%)	52.50	56.98	增加 4.48 个百分点
净利率(%)	22.93	22.06	减少 0.86 个百分点
销售费用率(%)	8.73	7.97	减少 0.76 个百分点
管理费用率(%)	8.42	7.26	减少 1.16 个百分点
财务费用率(%)	5.89	11.17	增加 5.28 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2022Q1-3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q1-3	2022Q1-3	同比增长(%)
营业收入	1,793.34	2,323.81	29.58
营业税及附加	5.78	5.01	(13.37)
净营业收入	1,787.56	2,318.80	29.72
营业成本	867.27	1,171.78	35.11
销售费用	156.52	182.39	16.53
管理费用	142.86	173.06	21.14
财务费用	124.97	219.13	75.35
资产减值损失	(40.34)	(56.65)	(40.43)
营业利润	482.63	550.33	14.03
营业外收入	2.23	1.20	(46.23)
营业外支出	1.87	1.90	1.74
利润总额	482.99	549.62	13.80
所得税	75.88	78.22	3.08
少数股东损益	76.15	37.52	(50.72)
归属母公司股东净利润	330.96	433.88	31.10
扣除非经常性损益的净利润	310.74	406.83	30.92
每股收益(元)	0.26	0.34	30.77
扣非后每股收益(元)	0.25	0.32	28.00
毛利率(%)	51.64	49.57	减少 2.06 个百分点
净利率(%)	22.70	20.29	减少 2.42 个百分点
销售费用率(%)	8.73	7.85	减少 0.88 个百分点
管理费用率(%)	7.97	7.45	减少 0.52 个百分点
财务费用率(%)	6.97	9.43	增加 2.46 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,524	2,607	3,515	4,823	6,798
销售成本	702	1,261	1,770	2,449	3,505
经营费用	272	419	597	805	1,183
息税折旧前利润	848	1,315	1,980	2,549	3,441
折旧及摊销	293	527	868	1,017	1,389
经营利润(息税前利润)	555	788	1,112	1,532	2,052
净利息收入/(费用)	(150)	(190)	(296)	(519)	(730)
其他收益/(损失)	2	17	39	139	209
税前利润	405	598	816	1,013	1,322
所得税	82	99	138	184	238
少数股东权益	76	101	59	158	241
净利润	323	498	678	829	1,084
核心净利润	321	481	640	690	876
每股收益(人民币)	0.256	0.395	0.537	0.657	0.859
核心每股收益(人民币)	0.254	0.381	0.507	0.547	0.693
每股股息(人民币)	0.054	0.000	0.080	0.090	0.120
收入增长(%)	(23)	71	35	37	41
息税前利润增长(%)	(1)	42	41	38	34
息税折旧前利润增长(%)	40	55	51	29	35
每股收益增长(%)	10	54	36	22	31
核心每股收益增长(%)	41	50	33	8	27

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	122	92	2,093	3,147	2,293
应收帐款	1,517	2,212	2,937	3,937	5,137
库存	18	37	44	63	91
其他流动资产	358	236	236	236	236
流动资产总计	2,015	2,577	5,310	7,383	7,757
固定资产	4,316	6,748	8,267	10,385	13,691
无形资产	10	9	8	8	8
其他长期资产	1,056	1,233	2,045	3,143	4,524
长期资产总计	5,382	7,990	10,320	13,536	18,223
总资产	7,397	10,566	15,630	20,919	25,980
应付帐款	353	877	1,147	1,632	2,355
短期债务	1,060	912	1,013	1,143	1,403
其他流动负债	1,069	1,487	1,511	1,567	1,641
流动负债总计	2,482	3,277	3,672	4,343	5,399
长期借款	0	271	1,904	3,701	5,016
其他长期负债	1,191	2,934	4,704	6,660	8,187
股本	903	903	1,351	1,351	1,351
储备	2,821	3,182	3,999	4,864	6,027
股东权益	3,724	4,085	5,350	6,215	7,378
少数股东权益	390	375	434	592	833
总负债及权益	7,397	10,566	15,630	20,919	25,980
每股帐面价值(人民币)	2.64	2.94	3.64	4.16	4.84
每股有形资产(人民币)	4.27	8.17	11.38	15.30	19.04
每股净负债/(现金)(人民币)	0.00	3.19	4.09	6.19	9.11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	405	598	816	1,013	1,322
折旧与摊销	293	527	868	1,017	1,389
净利息费用	150	190	296	519	730
运营资本变动	550	(203)	337	348	172
税金	63	108	0	0	0
其他经营现金流	177	(521)	612	344	(616)
经营活动产生的现金流	538	1,105	2,255	2,545	2,653
购买固定资产净值	1,471	680	2,370	3,130	4,683
投资减少/增加	91	(77)	25	(90)	(150)
其他投资现金流	6	0	4	9	10
投资活动产生的现金流	(1,556)	(603)	(2,390)	(3,030)	(4,524)
净增权益	792	(875)	600	0	0
净增债务	(93)	89	1,734	1,927	1,575
支付股息	90	0	108	122	162
其他融资现金流	459	288	(90)	(266)	(396)
融资活动产生的现金流	1,069	(498)	2,136	1,539	1,017
现金变动	50	4	2,001	1,054	(854)
期初现金	26	122	92	2,093	3,147
公司自由现金流	(1,018)	502	(135)	(486)	(1,871)
权益自由现金流	(652)	879	1,509	1,176	(692)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	55.7	50.4	56.3	52.8	50.6
息税前利润率(%)	36.4	30.2	31.7	31.8	30.2
税前利润率(%)	26.6	22.9	23.2	21.0	19.4
净利率(%)	26.2	23.0	21.0	20.5	19.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.8	0.8	1.4	1.7	1.4
利息覆盖率(倍)	5.6	6.9	6.7	4.9	4.7
净权益负债率(%)	57.2	98.6	103.3	134.5	166.9
速动比率(倍)	0.8	0.8	1.4	1.7	1.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	24.5	15.9	11.7	9.5	7.3
核心业务市盈率(倍)	24.6	16.4	12.4	11.4	9.0
市净率(倍)	2.4	2.1	1.7	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	(10.3)	15.8	(62.7)	(17.4)	(4.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	4.3	4.3	3.3	2.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	4.4	5.2	4.6	4.8	4.9
应收帐款周转天数	363.3	309.7	305.0	297.9	275.8
应付帐款周转天数	183.6	253.9	236.6	243.3	245.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	21.1	0.0	14.9	13.7	14.0
净资产收益率(%)	10.7	14.7	13.8	15.9	18.0
资产收益率(%)	5.4	5.7	4.7	4.7	5.1
已运用资本收益率(%)	7.4	8.0	7.1	7.1	7.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371