

数字化+轻资产战略，助力稳健快速成长

华铁应急(603300)

► **轻资产化助力公司降低经营压力。**由于行业本身的重资产属性，公司2019年以来杠杆率上升，经营压力有所增大。而从2021年起，公司加速轻资产化转型，通过转租和合资两种模式，引入更多资金方进行设备转租。截至2022 H1，来源于轻资产模式的转租设备已超过6,700台，占比超过11%，而2022年在公司设备保有量保持高增情况下，公司负债率相较于2021年底上升有限，体现轻资产化已初见成效。

► **数字化赋能，实现过程可控。**随着公司设备保有量及客户数量的提升，应用场景的日益复杂，以及合作资金方的增多，经营层面上对于公司效率，特别是标准化流程、掌握实时数据提出了更高的要求。为应对新的经营要求，公司自研开发了“擎天”系统，并与蚂蚁合作推出基于区块链技术的系统T-BOX，使得公司在提升线上办公的同时，更准确的把握每台设备的状态，实现远程锁机、扫码开机、寻车、设备检测、在线盘点等功能，有利于提升合作资金方的信任，并且为设备的维修保养、二次交易提供良好的支持，进一步提升经营效率。

► **经营效率回升+行业增长，弹性有望充分释放。**我们认为数字化赋能将进一步助力公司获取资金方信任，而轻资产化有助于公司降低经营压力，实现进一步快速扩张，从而提升公司网点密度、响应速度和客户粘性，并进一步拓宽护城河，实现良性循环。同时，我们认为由于经济性、安全性的优势，高空设备行业仍将保持扩容，叠加2023年疫情管控优化后，施工需求有望复苏，公司出租率有望回升，公司业绩弹性有望充分释放。

投资建议

维持盈利预测不变。预计2022-2024年，公司收入34.5/ 48.3/ 63.1亿元，EPS0.46/ 0.68/ 0.82元，对应3月6日收盘价8.4元18.23/ 12.42/ 10.28x PE。考虑到公司轻资产化、数字化加速，提升估值至2023E 16x PE，对应提升目标价至11.84元（原：8.88元），维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

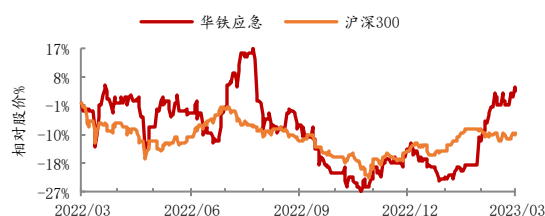
财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1524.35	2606.86	3447.66	4830.37	6314.11
YoY (%)	32.11%	71.02%	32.25%	40.11%	30.72%
归母净利润(百万元)	322.82	498.13	639.51	938.39	1133.75
YoY (%)	17.09%	54.31%	28.38%	46.74%	20.82%
毛利率 (%)	53.93%	51.62%	49.45%	49.78%	48.10%
每股收益(元)	0.23	0.36	0.46	0.68	0.82
ROE	9.68%	13.43%	15.38%	19.49%	20.22%
市盈率	36.11	23.40	18.23	12.42	10.28

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：11.84
最新收盘价：8.4

股票代码：603300
52周最高价/最低价：12.5/5.92
总市值(亿)：118.36
自由流通市值(亿)：107.70
自由流通股数(百万)：1,262.57



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

分析师：郁暲

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

联系电话：

相关研究

1.【华西建筑】华铁应急（603300）：高空平台租赁迎扩容，轻资产化平台起航

2022.09.20

正文目录

1. 数字化+轻资产化助力降本增效，拓宽公司护城河.....	3
2. 2023 施工恢复可期，公司出租率有望回升	8
3. 盈利预测及估值	8
4. 风险提示	9

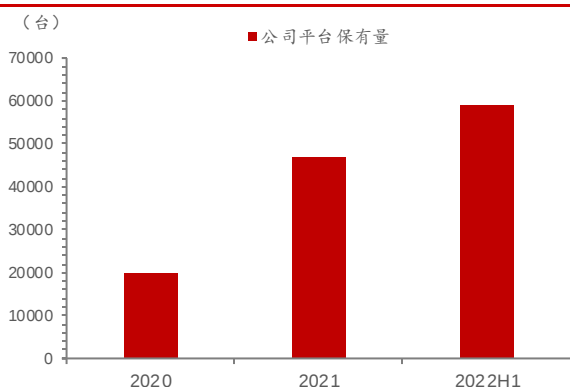
图表目录

图 1 公司高空作业设备保有量.....	3
图 2 公司运营中心数量.....	3
图 3 公司收现比上升.....	3
图 4 公司经营净现金流增长.....	3
图 5 前五大客户收入占比下降.....	4
图 6 擎天智能管理系统.....	4
图 7 公司资产负债率.....	5
图 8 固定资产在总资产中占比.....	5
图 9 轻资产运营示意图.....	5
图 10 公司累计轻资产运营设备数量上升	6
图 11 T-BOX应用场景.....	7
图 12 中国人均保有量低于美国.....	7
表 1 公司轻资产布局案例	5
表 2 高空作业平台经济性更好	7
表 3 高空作业设备租赁扩容空间测算	8
表 4 最新一周开复工率继续快速上升.....	8
表 5 可比公司估值.....	9

1. 数字化+轻资产化助力降本增效，拓宽公司护城河

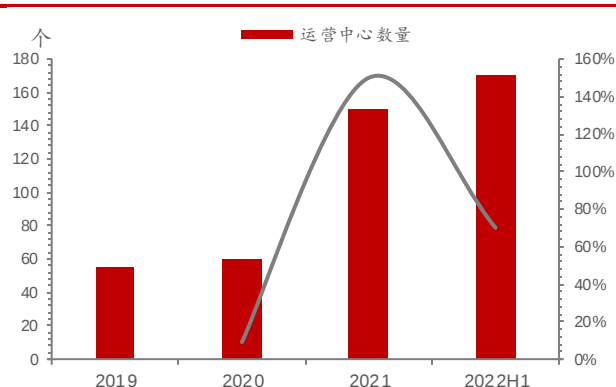
网点数量增加，专注服务小客户。由于小型客户通常租期较短，回款和盈利能力更好，因此从 2021 年开始，公司开始深化小客户战略，开始提升服务网点密度和高空作业设备保有量，以提升客户粘性。2020 至 2022H1，公司设备保有量由 2 万台增加至 5.9 万台，运营中心数量由 55 个提升至 170 余个，其中东部地区已下沉至乡县地区。聚焦小客户的策略使得公司收入保持较快增长，现金流逐步改善（2017-2021 年，公司收现比由 51.6% 上升至 76.9%，经营净现金流由-11.3 亿元上升至 11.1 亿元），但也对公司管理效率提出了更高的要求。

图 1 公司高空作业设备保有量



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 2 公司运营中心数量



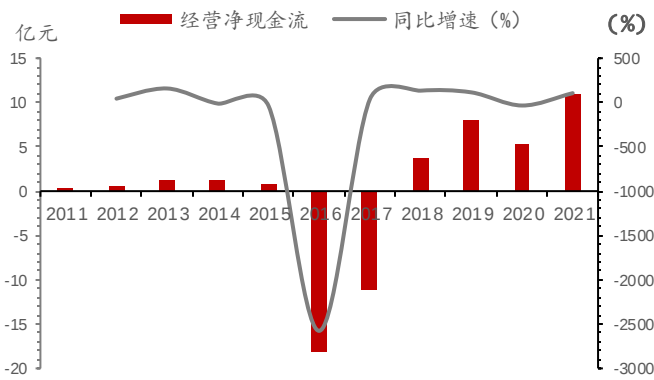
资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 3 公司收现比上升



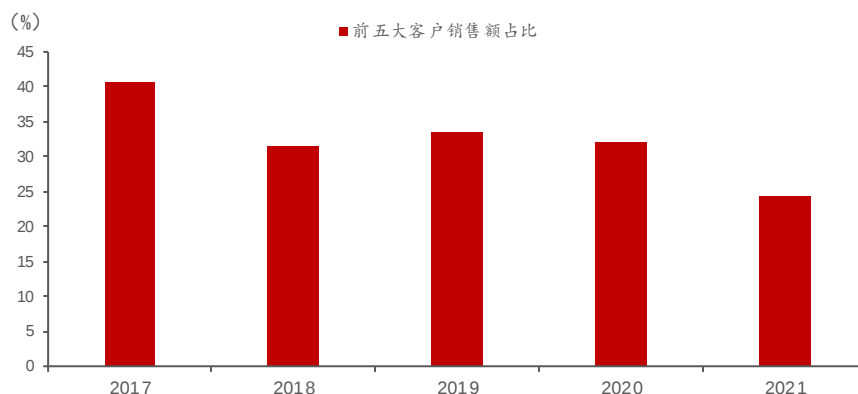
资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 4 公司经营净现金流增长



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

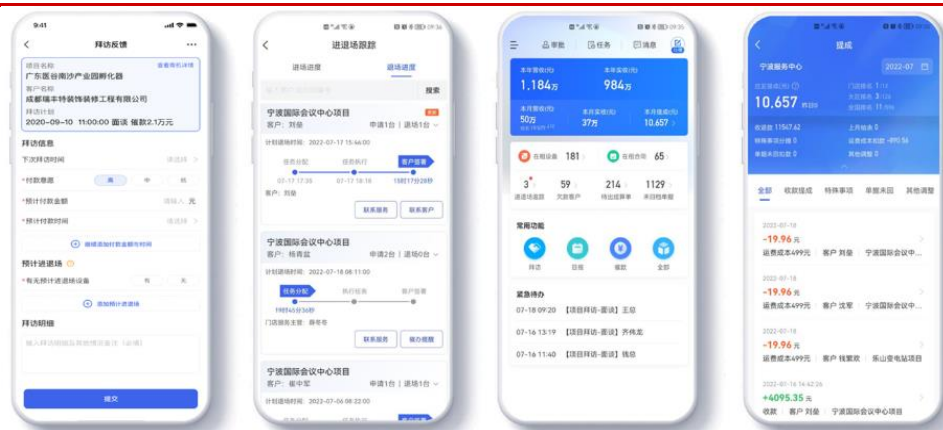
图 5 前五大客户收入占比下降



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

“擎天”系统上线，优化管理效率。高空作业设备管理涉及采购、运营和处置等生命周期，涉及合同、进场、结算、催款、索赔等多个场景，业务流程较为复杂，在设备数量增长后，公司面临订单数量多（百万级）、客户分散（累计超过 6 万个），下游领域多样等管理问题。面对新的管理要求，公司自主研发“擎天系统”，实现各业务部门的协同，节点标准化，以及资产的全生命周期管理。此外，根据公司投资者关系会议纪要，基于擎天系统搜集线上数据，公司可通过对客户的定期回访和相关数据统计分析，不断优化业务流程、提升服务质量，有效提高客户体验。同时，基于良好的数字化基础，公司在内部推出线索商机平台，通过给予商机提供者一定比例的分成，有效提升员工分享商机的积极性，实现公司内部的客户资源共享，提高业务人员开发客户的效率。

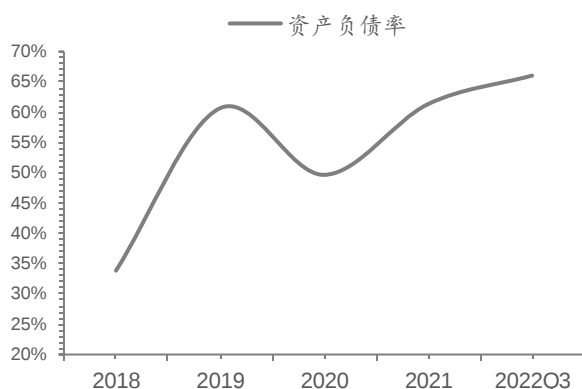
图 6 擎天智能管理系统



资料来源：公司官网，华西证券研究所

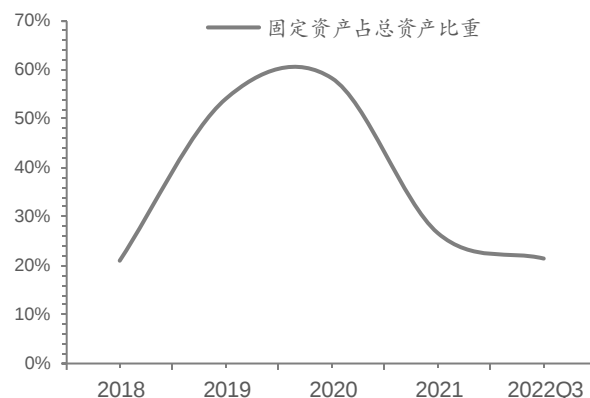
推进轻资产化。由于行业本身重资产属性，公司在业务规模扩大同时，杠杆压力逐渐上升。根据公司财报及 wind 数据，公司资产负债率由 2018 年的 33.85% 上升至 2022Q3 的 66.05%，固定资产占总资产比重由 2018 年的 21% 上升至 2020 年的 58%，因此从 2021 年开始，公司开始加速推进公司的轻资产化。

图 7 公司资产负债率



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

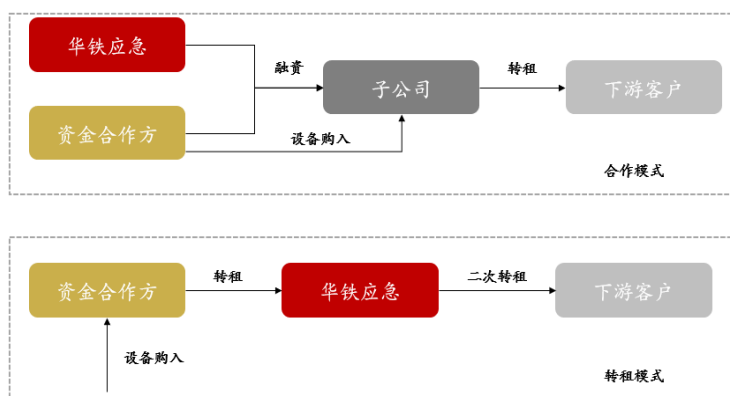
图 8 固定资产在总资产中占比



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

公司轻资产化的主要模式有两种，合作模式和转租模式。其中合作模式指华铁与资金合作方共同成立子公司，其中设备购买主要由资金合作方负责，而最后由子公司负责对外出租设备；转租模式指由资金合作方直接购入设备并转租给公司，公司再将设备二次转租给下游客户。

图 9 轻资产运营示意图



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

2021 年，公司与热联集团达成合作，双方成立合资子公司，双方按照出资比例分配利润。随后，2022 年，公司与徐工广联建立合作关系，通过委托运营管理、转租赁等形式进行设备出租。2022 年 6 月，公司与苏银金租展开合作，围绕融资租赁展开综合金融服务，根据半年报披露，截至 2022 年 6 月末，其中来源于轻资产模式的转租设备已超过 6,700 台，占比超过 11%，资产价值超过 8 亿（2021:5000 台，6 亿元），上半年创造收入近 6,500 万元。其中，2022H1，徐工广联和苏银金租分别新增转租设备 1,539 台和 534 台。2022 年 9 月及 12 月，公司公告与东阳城投、贵溪国有控股的轻资产合作协议，我们认为随着未来轻资产化进一步推进，公司经营压力有望逐渐降低，同时，助力公司迅速扩张，最大程度从行业扩容的红利中卡位获益。

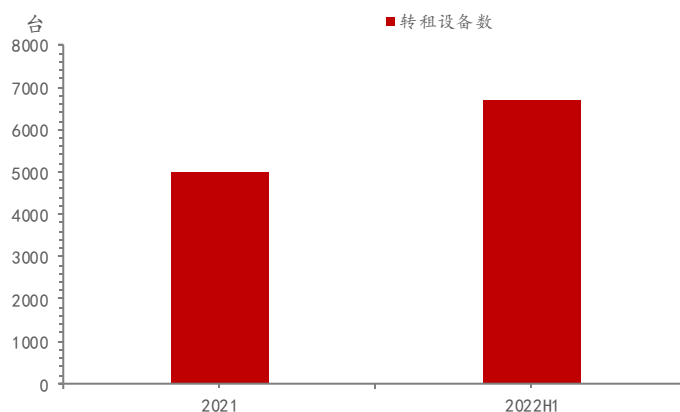
表 1 公司轻资产布局案例

公告日期	公告内容
------	------

2022 年 12 月 14 日	公司与贵溪国控、露笑科技拟共同出资设立合资公司开展建筑工程机械与设备租赁等业务。合资公司注册资本为 3,000 万元，其中公司认缴出资 1,396.5 万元，占 46.55% 的股权。全资子公司认缴出资 1,456.5 万元，占 48.55% 的股权，露笑科技认缴出资 147 万元，占 4.90% 的股权。
2022 年 9 月 1 日	公司与东阳市城市建设投资集团有限公司拟共同出资设立合资公司开展建筑工程机械与设备租赁等业务。合资公司注册资本为 10,000 万元，其中公司认缴出资 4900 万元，占 49% 的股权，东阳城投认缴出资 5100 万元，占 51% 的股权。合资公司成立后东阳城投负责积极筹措资金，公司负责日常经营管理，计划未来管理资产规模不低于 15 亿元。
2022 年上半年	公司与徐工广联和苏银金租分别新增转租设备 1,539 台和 534 台，整体设备投入节奏符合年初预期。
2021 年 2 月 4 日	公司与杭州热联集团股份有限公司、景宁华昇股权投资合伙企业（有限合伙）三方拟共同出资设立新公司，其中公司认缴出资 4000 万元，占 40% 的股权，热联集团认缴出资 5100 万元，占 51% 的股权，景宁华昇股权投资合伙企业（有限合伙）认缴出资 900 万元，占 9% 的股权。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 公司累计轻资产运营设备数量上升



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

开发 T-BOX，加速数字赋能。随着公司网点、客户数量的增加，以及资金合作伙伴的增多，公司需要掌握更多实时数据，以获得资金方信任，并且提升运营效率。2022 年 3 月，公司与蚂蚁合作发布物联网系统 T-BOX，基于区块链的不可篡改性，确保收集数据的有效真实，实现远程锁机、扫码开机、寻车、设备检测、在线盘点等功能，而我们认为数字化赋能的深入有望助力公司轻资产化的推进，并且为设备的维修保养、二次交易提供良好的支持，进一步提升经营效率。

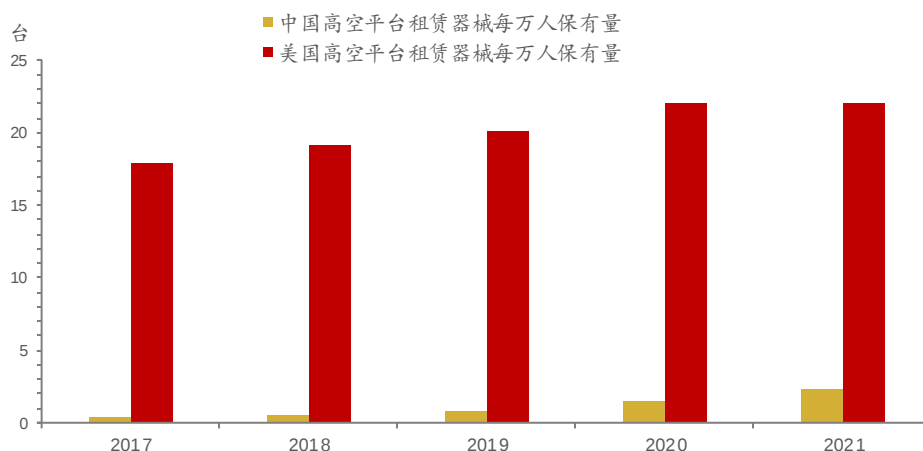
图 11 T-BOX 应用场景



资料来源：匠客工程机械，华西证券研究所

由于高空设备行业设备购买及租赁价格相对较为透明，因此经营效率是获得超额利润的关键。目前公司已在设备保有量、资金规模、服务质量等方面居于行业前列。未来随着公司数字化赋能，公司有望在提升经营效率的同时，更好的获得资金方信任从而推进轻资产化，而轻资产化又将进一步助力公司扩大规模，提升网点密度与客户粘性，从而进一步拓宽公司护城河。在高空设备租赁行业仍然保持较高增速的背景下，公司弹性有望充分释放，同时经营质量有所提升，实现双击。

图 12 中国人均保有量低于美国



资料来源：精英智汇，产业信息网，华西证券研究所

表 2 高空作业平台经济性更好

项目	高空作业平台	传统脚手架
设备需求量(台/套)	5	60
工资(元/月)	7000	7000
总工人数(人)	5	10
工时(月)	4	6
总工资费用(万元)	14	42
设备租赁费(元/月)	6500	90
总租赁费用(万元)	13	3.24

工程总费用(万元)

27

45.24

资料来源：高空机械工程公众号，华西证券研究所

表 3 高空作业设备租赁扩容空间测算

	2021	2025E
每万人保有量	2.24	6
设备保有量(台)	323,000	864,000
出租率	75.00%	75.00%
出租量(台)	242,250	648,000
剪叉车占比	80%	70%
出租剪叉车台数	193,800	453,600
剪叉车年租金(元/月)	1,500	1,300
剪叉车租赁市场空间(亿元)	34.88	70.76
臂式车占比	20.00%	30.00%
出租臂式车台数	48,450	194,400
臂式车年租金(元/月)	11,000	9,000
臂式车租赁市场空间(亿元)	63.95	209.95
高空作业平台总市场空间(亿元)	99	281

资料来源：各公开资料，华西证券研究所

2.2023 施工恢复可期，公司出租率有望回升

根据百年建筑调研 12220 个工程项目数据显示，截至 2 月 21 日全国施工企业复工率为 86.1%，较上期提升 9.6 个百分点，同比去年(农历二月初二，下同)提升 5.7 个百分点；劳务到位率 83.9%，较上期提升 15.7 个百分点，同比去年提升 2.8 个百分点。拆分来看基建投资和市政投资的开工率分别达到了 87.3%和 88.2%，判断基建投资阶段性的将优于房建的进度从而更快的形成实物量。随着疫情管控政策优化，疫情对施工端扰动减少，我们认为 2023 年整体施工需求将恢复，从而带动出租率的回升，进一步增强公司成长的确性。

表 4 最新一周开复工率继续快速上升

地区	开复工率	与上期相比	同比(农历)
华东	92.90%	10.4	7.5
华南	83.00%	6.9	-3.4
华中	90.80%	7.2	11.8
西南	85.10%	14.1	12.1
西北	58.70%	8	-3.4
华北	63.60%	10.1	14.9
东北	21.40%	7.1	-19.5
全国	86.10%	9.6	5.7

资料来源：百年建筑网，华西证券研究所

3.盈利预测及估值

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

维持盈利预测不变。预计 2022-2024 年，公司收入 34.5/ 48.3/ 63.1 亿元，EPS0.46/ 0.68/ 0.82 元，对应 3 月 6 日收盘价 8.4 元 18.23/ 12.42/ 10.28x PE。考虑到公司轻资产化、数字化加速，提升估值至 2023E 16x PE，对应提升目标价至 11.84 元（原：8.88 元），维持“买入”评级。

表 5 可比公司估值

公司	2023E PE	PB
志特新材	25.03	4.07
三一重工	22.33	2.25
江苏租赁	6.68	1.05
中联重科	15.74	0.98
平均	17.44	2.09

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

4. 风险提示

需求不及预期：如果地产政策调控严于预期，或资金到位不及预期，则租赁实际需求以及价格或低于预期。

成本高于预期：如果资金成本、运营成本高于预期，公司利润率可能不及我们预期。

系统性风险：宏观经济及贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2606.86	3447.66	4830.37	6314.11	净利润	599.25	735.06	1103.99	1333.83
YoY(%)	71.02%	32.25%	40.11%	30.72%	折旧和摊销	526.79	194.47	221.47	248.47
营业成本	1261.15	1742.72	2425.65	3277.18	营运资金变动	-254.31	-305.22	-560.81	-518.64
营业税金及附加	10.08	13.33	18.67	24.41	经营活动现金流	1104.96	817.45	985.75	1284.76
销售费用	220.21	291.23	408.03	533.37	资本开支	-680.12	-569.01	-569.01	-569.01
管理费用	141.79	187.53	262.74	343.44	投资	76.70	0.00	0.00	0.00
研究费用	57.33	75.82	106.22	138.85	投资活动现金流	-603.38	-550.64	-550.64	-550.64
财务费用	190.40	241.49	269.46	269.46	股权募资	26.63	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	89.10	300.00	0.00	0.00
投资收益	18.37	18.37	18.37	18.37	筹资活动现金流	-497.62	-134.35	-551.97	-610.58
营业利润	699.83	813.92	1237.97	1585.77	现金净流量	3.96	132.46	-116.87	123.53
营业外收支	-1.14	30.99	30.99	30.99	主要财务指标				
利润总额	698.69	844.90	1268.95	1616.76	成长能力 (%)				
所得税	99.45	109.84	164.96	282.93	营业收入增长率	71.02%	32.25%	40.11%	30.72%
净利润	599.25	735.06	1103.99	1333.83	净利润增长率	54.31%	28.38%	46.74%	20.82%
归属于母公司净利润	498.13	639.51	938.39	1133.75	盈利能力 (%)				
YoY(%)	54.31%	28.38%	46.74%	20.82%	毛利率	51.62%	49.45%	49.78%	48.10%
每股收益	0.36	0.46	0.68	0.82	净利率	22.99%	21.32%	22.86%	21.12%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	4.71%	5.45%	7.15%	7.65%
货币资金	137.94	270.40	153.53	277.06	净资产收益率 ROE	13.43%	15.38%	19.49%	20.22%
预付款项	20.69	20.69	20.69	20.69	偿债能力 (%)				
存货	37.17	51.36	71.49	96.58	流动比率	0.79	0.93	1.04	1.17
其他流动资产	2380.84	2997.83	4111.05	5305.62	速动比率	0.77	0.91	1.02	1.14
流动资产合计	2576.63	3340.27	4356.75	5699.94	现金比率	0.04	0.08	0.04	0.06
长期股权投资	875.87	875.87	875.87	875.87	资产负债率	61.34%	60.57%	58.49%	56.53%
固定资产	2818.83	3166.38	3486.93	3780.49	经营效率 (%)				
无形资产	8.69	6.67	4.65	2.63	总资产周转率	0.29	0.31	0.39	0.45
非流动资产合计	7989.55	8395.08	8773.61	9125.15	每股指标 (元)				
资产合计	10566.18	11735.35	13130.36	14825.09	每股收益	0.36	0.46	0.68	0.82
短期借款	912.30	912.30	912.30	912.30	每股净资产	2.67	3.00	3.47	4.04
应付账款及票据	877.43	1212.48	1687.61	2280.06	每股经营现金流	0.80	0.59	0.71	0.93
其他流动负债	1486.95	1477.87	1575.26	1683.85	每股股利	1.69	0.21	0.31	0.38
流动负债合计	3276.68	3602.64	4175.18	4876.20	估值分析				
长期借款	271.00	571.00	571.00	571.00	PE	23.40	18.23	12.42	10.28
其他长期负债	2933.96	2933.96	2933.96	2933.96	PB	5.03	2.80	2.42	2.08
非流动负债合计	3204.96	3504.96	3504.96	3504.96					
负债合计	6481.64	7107.60	7680.14	8381.16					
股本	902.55	902.55	902.55	902.55					
少数股东权益	375.49	471.05	636.64	836.72					
股东权益合计	4084.54	4627.75	5450.22	6443.92					
负债和股东权益合计	10566.18	11735.35	13130.36	14825.09					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

郁暲：CFA，建筑和建材行业高级研究员。天普大学金融工程硕士，曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。