

603300.SH

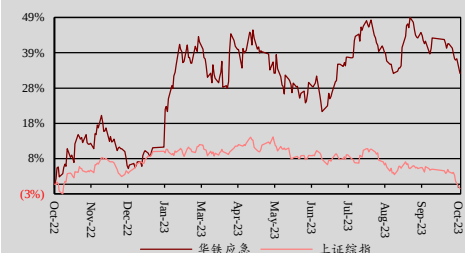
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 5.69

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	(10.7)	(6.7)	(7.6)	(7.3)
相对上证综指	(5.0)	(0.6)	(0.4)	(4.1)

发行股数 (百万)	1,955.40
流通股 (百万)	1,780.40
总市值 (人民币 百万)	11,126.21
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	75.06
主要股东	
胡丹锋	12.08

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 10 月 23 日收市价为标准

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

证券分析师：林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523080001

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

华铁应急

快速扩张延续，内部管理持续优化

公司于 10 月 23 日发布 2023 年三季报，1-3Q 实现营收 32.1 亿元，同增 38.4%，归母净利 5.6 亿元，同增 29.6%，EPS0.29 元，同增 16.0%。公司高空作业平台设备保有量延续快速增长，内部管理持续优化，维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **营收净利延续高增：**1-3Q 公司实现营收 32.1 亿元，同增 38.4%，归母净利 5.6 亿元，同增 29.6%，EPS0.29 元，同增 16.0%；23Q3 公司实现营收 12.7 亿元，同增 44.7%，归母净利 2.4 亿元，同增 27.1%。
- **毛利率、净利率环升同降，费用率下降：**1-3Q 公司综合毛利率 46.6%，同增 3.0pct，净利率 18.4%，同减 1.9pct；2023Q3 公司综合毛利率 48.7%，同减 8.3pct，环比上升 4.2pct；净利率 19.8%，同减 2.3pct，环比上升 2.0pct。Q3 四项费用率 22.6%，同减 3.8pct，环比上升 2.4pct。
- **高空作业平台板块延续高速扩张。**根据公司微信公众号，截至 2023 年 9 月底，公司高空作业平台设备管理规模超 11.6 万台，同增 73.1%，平均出租率保持 89.0% 以上。**借力已有渠道，积极探索多品类。**根据公司微信公众号，公司线下网点达到 260 个，成熟的门店作为业务引流入口，可以为公司开拓其他品类提供支撑。目前公司将应用场景、潜在客户重合度较高的叉车作为下一个重点探索的租赁品类之一。**未来，公司有望以线下门店为支点，通过持续的品类扩张，成长为综合性工程机械租赁商。**
- **内部管理持续优化。持续推动产业数字化赋能。**新上线物流 APP“蜂运”工作平台，平台深入设备运输业务场景，实现业务流转的数字化、智能化、可视化。为物流司机及设备调度提供便利。**加强人才建设，**公司揭牌企业大学“哈勒学堂”，通过培训项目+岗位技能认证评估体系，持续培养关键条线员工的业务能力和专业能力。

估值

- 公司业绩符合预期，维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年收入分别为 43.9、60.6、78.1 亿元，归母净利分别为 8.4、10.9、15.7 亿元；EPS 分别为 0.43、0.56、0.80 元；市盈率分别为 13.2、10.2、7.1 倍，维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 规模扩张不及预期，出租率大幅下降，新品类拓展不及预期。

投资摘要

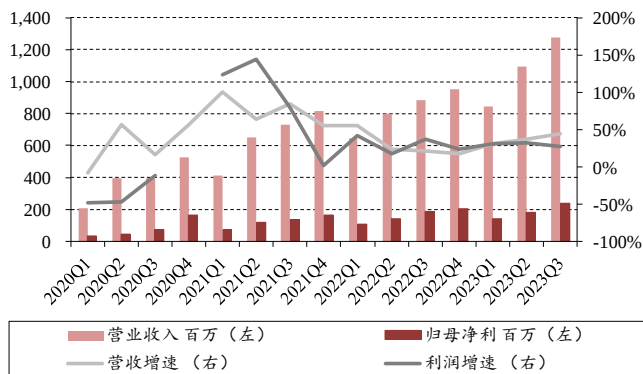
年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	2,607	3,278	4,392	6,064	7,813
增长率(%)	71.0	25.8	34.0	38.0	28.8
EBITDA(人民币 百万)	1,367	1,874	2,472	3,284	4,007
归母净利润(人民币 百万)	498	641	841	1,093	1,568
增长率(%)	54.3	28.7	31.1	29.9	43.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.25	0.33	0.43	0.56	0.80
市盈率(倍)	22.3	17.3	13.2	10.2	7.1
市净率(倍)	3.0	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA(倍)	14.1	11.1	11.6	11.0	9.6
每股股息 (人民币)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2
股息率(%)	0.9	0.0	1.7	2.3	3.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

一、营收净利双增，现金流净额稳增

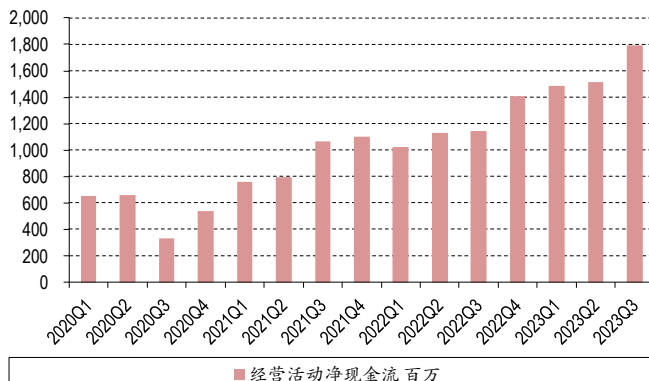
事件：1-3Q 公司实现营收 32.1 亿元，同增 38.4%，归母净利 5.6 亿元，同增 29.6%，EPS0.29 元，同增 16.0%；23Q3 公司实现营收 12.7 亿元，同增 44.6%，归母净利 2.4 亿元，同增 27.1%。1-3Q 经营活动现金流净额为 12.4 亿元，同增 45.5%，Q3 经营现金净额为 6.1 亿元，同增 82.7%。

图表 1.23 Q3 营收净利双增



资料来源：公司公告，中银证券

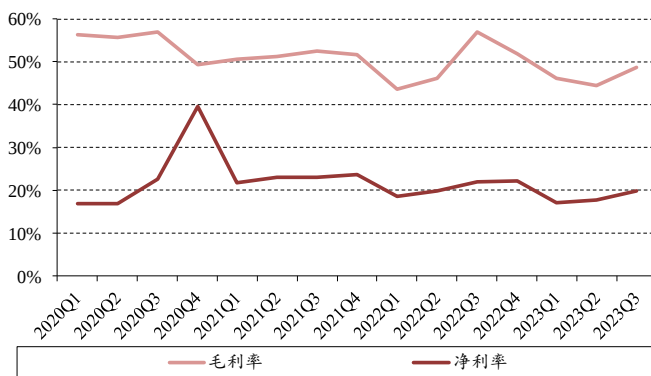
图表 2.ttm 口径下经营活动现金净流量同环比增长



资料来源：公司公告，中银证券

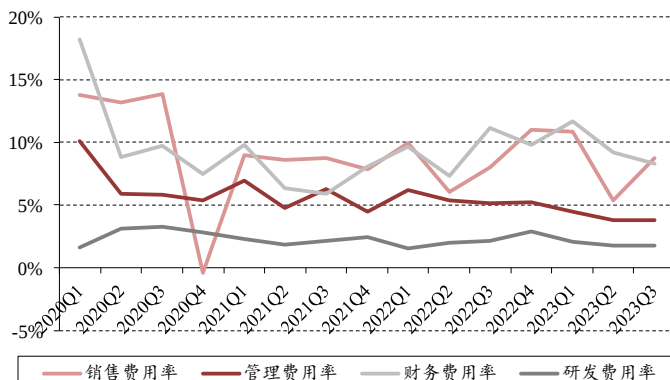
毛利率、净利率环升同降，费用率下降：1-3Q 公司综合毛利率 46.6%，同增 3.0pct，净利率 18.4%，同减 1.9pct；23Q3 公司综合毛利率 48.7%，同减 8.3pct，环比上升 4.2pct；净利率 19.8%，同减 2.3pct，环比上升 2.0pct。Q3 四项费用率 22.6%，同减 3.8pct，环比上升 2.4pct。

图表 3.23Q3 毛利率、净利率环升同降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4.23Q3 四项费用率环升同降



资料来源：公司公告，中银证券

二、高空作业平台板块延续高增，借力已有渠道，积极探索多品类

高空作业平台板块延续高速扩张。根据公司微信公众号，截至 2023 年 9 月底，公司高空作业平台设备管理规模超 11.6 万台，同增 73.1%，平均出租率保持 89.0%以上，规模扩张的同时出租率维持较高水平。随着高空作业平台的普及，下游应用场景持续开拓，在电梯加装、外墙翻新、水电改造等旧改领域应用持续开拓。

借力已有渠道，积极探索多品类。随着高空作业平台设备保有量的持续增长，公司门店数量稳增，根据公司微信公众号，公司线下网点达到 260 个，成熟的门店作为业务引流入口，可以为公司开拓其他品类提供支撑。目前公司将应用场景、潜在客户重合度较高的叉车作为下一个重点探索的租赁品类之一。未来，公司有望以线下门店为支点，通过持续的品类扩张，成长为综合性工程机械租赁商。

三、内部管理持续优化

持续推动产业数字化赋能。新上线物流 APP“蜂运”工作平台，平台深入设备运输业务场景，实现业务流转的数字化、智能化、可视化。一方面通过订单匹配为物流司机提供便利，另一方面，通过全流程的可视化实现多方信息共享，为设备调度提供便利。

加强人才建设，公司揭牌企业大学“哈勃学堂”，学堂汇集各类学习资源，通过各岗位学习地图设立人才培养项目，结合岗位技能认证评估体系，持续培养关键条线员工的业务能力和专业能力。

四、风险提示

规模扩张不及预期，出租率大幅下降，新品类拓展不及预期。

图表 5. 2023Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q3	2023Q3	同比增长(%)
营业收入	882.01	1,275.91	44.66
营业税及附加	1.91	4.20	119.28
净营业收入	880.10	1,271.71	44.50
营业成本	379.46	654.69	72.53
销售费用	70.29	111.42	58.50
管理费用	64.00	70.81	10.63
财务费用	98.48	106.09	7.73
资产减值损失	(36.06)	(32.90)	8.76
营业利润	241.11	295.92	22.73
营业外收入	0.36	0.54	48.77
营业外支出	1.51	1.39	(8.10)
利润总额	228.54	294.97	29.07
所得税	33.94	42.60	25.49
少数股东损益	7.92	15.09	90.56
归属母公司股东净利润	186.68	237.29	27.11
扣除非经常性损益的净利润	178.62	231.47	29.59
每股收益(元)	0.11	0.12	9.09
扣非后每股收益(元)	0.09	0.12	33.33
毛利率(%)	56.98	48.69	减少 8.29 个百分点
净利率(%)	22.06	19.78	减少 2.28 个百分点
销售费用率(%)	7.97	8.73	增加 0.76 个百分点
管理费用率(%)	5.11	3.80	减少 1.31 个百分点
研发费用率(%)	2.14	1.75	减少 0.39 个百分点
财务费用率(%)	11.17	8.32	减少 2.85 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 2023 1-3Q 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1-3	2023Q1-3	同比增长(%)
营业收入	2,323.81	3,214.93	38.35
营业税及附加	5.01	8.54	70.55
净营业收入	2,318.80	3,206.39	38.28
营业成本	1,171.78	1,716.14	46.46
销售费用	182.39	262.12	43.72
管理费用	128.17	127.47	(0.54)
财务费用	219.13	305.26	39.30
资产减值损失	(56.65)	(64.28)	(13.47)
营业利润	546.31	691.93	26.66
营业外收入	1.20	1.78	48.61
营业外支出	1.90	2.51	31.55
利润总额	549.62	690.72	25.67
所得税	78.22	99.56	27.28
少数股东损益	37.52	28.81	(23.22)
归属母公司股东净利润	433.88	562.35	29.61
扣除非经常性损益的净利润	406.83	535.44	31.61
每股收益(元)	0.25	0.29	16.00
扣非后每股收益(元)	0.21	0.27	28.57
毛利率(%)	49.57	46.62	减少 2.96 个百分点
净利率(%)	20.29	18.39	减少 1.90 个百分点
销售费用率(%)	7.85	8.15	增加 0.30 个百分点
管理费用率(%)	5.52	3.97	减少 1.55 个百分点
研发费用率(%)	1.93	1.82	减少 0.11 个百分点
财务费用率(%)	9.43	9.49	增加 0.07 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,607	3,278	4,392	6,064	7,813
营业收入	2,607	3,278	4,392	6,064	7,813
营业成本	1,261	1,630	2,147	2,981	3,900
营业税金及附加	10	10	15	21	26
销售费用	220	287	373	515	664
管理费用	142	178	242	333	438
研发费用	57	72	119	176	234
财务费用	190	313	476	726	929
其他收益	32	36	140	340	640
资产减值损失	0	(18)	(30)	(30)	(30)
信用减值损失	(77)	(84)	(90)	(100)	(110)
资产处置收益	0	9	10	30	300
公允价值变动收益	0	17	0	0	0
投资收益	18	13	15	15	15
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	700	762	1,066	1,566	2,436
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	5	6	6	6	6
利润总额	699	759	1,063	1,563	2,433
所得税	99	75	106	172	292
净利润	599	684	957	1,391	2,141
少数股东损益	101	42	116	298	573
归母净利润	498	641	841	1,093	1,568
EBITDA	1,367	1,874	2,472	3,284	4,007
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.25	0.33	0.43	0.56	0.80

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,577	3,329	4,205	7,741	8,890
货币资金	138	136	182	1,998	2,957
应收账款	2,099	2,762	3,534	5,124	5,293
应收票据	60	48	97	32	46
存货	37	23	56	54	90
预付账款	21	21	34	43	58
合同资产	0	131	42	199	116
其他流动资产	222	207	261	291	330
非流动资产	7,990	11,084	13,796	17,530	20,263
长期投资	876	890	890	1,380	1,870
固定资产	2,819	3,047	3,127	3,843	3,774
无形资产	9	8	6	4	2
其他长期资产	4,286	7,138	9,773	12,303	14,617
资产合计	10,566	14,412	18,001	25,271	29,153
流动负债	3,277	4,435	4,108	5,056	5,311
短期借款	912	919	745	0	0
应付账款	877	1,002	1,093	1,815	1,990
其他流动负债	1,487	2,515	2,270	3,240	3,320
非流动负债	3,205	5,297	8,421	13,604	15,450
长期借款	271	365	1,698	2,752	651
其他长期负债	2,934	4,932	6,723	10,853	14,799
负债合计	6,482	9,732	12,529	18,660	20,761
股本	903	1,388	1,955	1,955	1,955
少数股东权益	375	104	219	517	1,091
归属母公司股东权益	3,709	4,577	5,253	6,094	7,301
负债和股东权益合计	10,566	14,412	18,001	25,271	29,153

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	599	684	957	1,391	2,141
折旧摊销	527	875	1,095	1,377	1,596
营运资金变动	(47)	(244)	(654)	(191)	148
其他	26	90	252	781	564
经营活动现金流	1,105	1,405	1,649	3,358	4,450
资本支出	(775)	(716)	(3,850)	(4,600)	(3,850)
投资变动	(182)	(201)	0	(490)	(490)
其他	354	216	25	45	315
投资活动现金流	(603)	(701)	(3,825)	(5,045)	(4,025)
银行借款	123	100	1,159	309	(2,100)
股权融资	(3,342)	(2,659)	(165)	(251)	(361)
其他	2,722	1,861	1,227	3,447	2,995
筹资活动现金流	(498)	(698)	2,222	3,504	534
净现金流	4	5	46	1,817	959

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	71.0	25.8	34.0	38.0	28.8
营业利润增长率(%)	45.1	8.8	39.9	46.9	55.6
归属于母公司净利润增长率(%)	54.3	28.7	31.1	29.9	43.5
息税前利润增长率(%)	42.6	18.9	37.9	38.5	26.4
息税折旧前利润增长率(%)	54.9	37.1	31.9	32.9	22.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	54.3	28.7	31.1	29.9	43.5
获利能力					
息税前利润率(%)	32.2	30.5	31.3	31.4	30.9
营业利润率(%)	26.8	23.2	24.3	25.8	31.2
毛利率(%)	51.6	50.3	51.1	50.8	50.1
归母净利润率(%)	19.1	19.6	19.1	18.0	20.1
ROE(%)	13.4	14.0	16.0	17.9	21.5
ROIC(%)	6.4	5.4	5.4	5.4	6.0
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	1.1	1.4	1.7	1.8	1.6
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5
应付账款周转率	4.2	3.5	4.2	4.2	4.1
费用率					
销售费用率(%)	8.4	8.8	8.5	8.5	8.5
管理费用率(%)	5.4	5.4	5.5	5.5	5.6
研发费用率(%)	2.2	2.2	2.7	2.9	3.0
财务费用率(%)	7.3	9.5	10.8	12.0	11.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.7	0.8	1.7	2.3
每股净资产(最新摊薄)	1.9	2.3	2.7	3.1	3.7
每股股息	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	22.3	17.3	13.2	10.2	7.1
P/B(最新摊薄)	3.0	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	14.1	11.1	11.6	11.0	9.6
价格/现金流(倍)	10.1	7.9	6.7	3.3	2.5

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得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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，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