

华铁应急 (603300.SH)

细说海南国资对公司如何赋能

国资入主是国内设备租赁龙头企业发展的优选方案。设备租赁是重资产行业，企业运营需要重点解决购买设备的资金问题和客户渠道问题。参考行业规模龙头宏信建发模式，依托国资背景一方面可以通过品牌影响力和信用资质，扩大资金来源、降低融资成本；另一方面可以通过国资导流快速获取下游领域优质客户。华铁应急作为民企，长期以来在手货币资金偏紧、客户开拓不易，引入国资是公司发展的优选方案。今年7月，海南国资斥资约20亿获公司13.96%股份（转让价7.258元/股，较2024/9/23收盘价高74%），公司实控人成功变为海南国资，后续海南国资有望对公司多领域持续赋能，静待后续经营效益显现。

海南国资/海南省政策均有望对公司成长赋能。海南国资层面：海南控股是海南省属国有企业的中流砥柱（截至2024年7月底，公司资产总额1923亿元，在岗从业人员超2万人），是海南省机场投资建设运营主体、海南公共服务领域最大的代管代建企业。海南控股旗下的机场建设及运营、区域开发、免税城运营、酒店运营等业务，均有望与公司建筑支护设备、高空作业平台租赁业务形成协同；海南控股旗下清洁能源则有望为公司智算业务提供低成本电力支持。海南省政策层面：2021年《海南自贸港法》出台，海南将在2025年底适时启动全岛封关运作，若公司总部迁至海南，则有望稳定享受海南企业所得税率15%等税收优惠，智算业务有望受益海南数据要素市场、国际数据中心等领域建设不断推进政策，低空经济业务有望受益海南系列低空经济发展促进政策。

测算公司债务融资成本有望降低1.2pct。海南发展控股系AAA主体信用等级国有企业，依托高评级主体，海南控股将给予公司包括但不限于统筹集团的融资资源，发挥集团议价能力，助力公司获得低息贷款等资金，提出“力争协调融资授信金额50亿元以上”。对比宏信建发，当前公司债务融资成本偏高（我们测算公司2023年6.9%，高宏信建发2.2pct）。考虑50亿元授信可能不全额使用，我们假设海南控股使用25亿元3.5%利率债务资金置换公司原有带息债务，则可降低公司债务融资成本1.2pct，对应减少利息支出约0.85亿元（以2023年带息债务测算），占公司2023年归母净利润的11%。

高机业务持续扩张，多品类布局打造新动能。我国高机行业仍在扩容阶段，公司高机业务快速扩张，业绩有望稳健释放（2023年末公司保有量12.1万台，较2022年底大幅增长55%，2023年高机营收31.07亿元，同增69%，占比70%）。多品类布局方面，公司当前积极延伸至叉车、低空经济等领域，运用高机业务渠道，有望持续打造多品类设备协同优势；此外，公司今年5月公告拟投资10亿元开展智能算力业务，预计1年内完成算力设备采购以及智算中心机房/设备部署，投资回收期预计3.5年，目前公司已落地两单智能算力合同，合计规模2.4亿元，持续打造成长新动能。

投资建议：预测2024-2026年公司归母净利润分别为8.4/10.5/13.1亿元，同增4%/25%/25%（2023-2026年CAGR为18%），EPS分别为0.42/0.53/0.66元，当前股价对应PE为9.8/7.8/6.3倍，维持“买入”评级。

风险提示：国资赋能不及预期，主要设备出租率/租金下行风险，叉车/低空经济/智算等业务开拓不及预期，假设测算关键预期不能成立风险等。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,278	4,444	5,748	7,302	9,197
增长率YoY(%)	25.8	35.5	29.4	27.0	25.9
净利润(百万元)	640	801	835	1,046	1,310
增长率YoY(%)	28.4	25.2	4.2	25.3	25.3
EPS(元)	0.32	0.41	0.42	0.53	0.66
净资产收益率(%)	14.5	14.8	13.5	14.6	15.6
P/E(倍)	12.8	10.2	9.8	7.8	6.3
P/B(倍)	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0

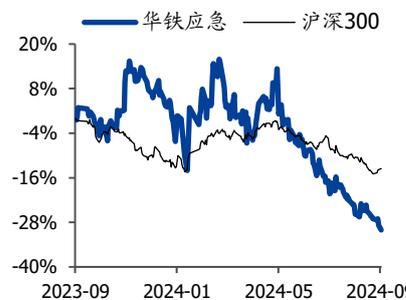
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2024年09月23日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	多元金融
前次评级	买入
09月23日收盘价(元)	4.16
总市值(百万元)	8,197.72
总股本(百万股)	1,970.61
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	12.64

股价走势



作者

分析师	何亚轩
执业证书编号:	S0680518030004
邮箱:	heyaxuan@gszq.com
分析师	廖文强
执业证书编号:	S0680519070003
邮箱:	liaowenqiang@gszq.com
分析师	程龙戈
执业证书编号:	S0680518010003
邮箱:	chenglongge@gszq.com

相关研究

- 《华铁应急(603300.SH): 盈利稳步扩张, 现金流持续优异》 2024-04-16
- 《华铁应急(603300.SH): 溢价高额激励强化成长动能, 智算业务签署首单战略合作》 2024-04-04
- 《华铁应急(603300.SH): 拟推员工持股计划, 划定盈利持续快速增长目标》 2023-12-20

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3329	4237	5840	6449	9682
现金	136	85	287	585	1119
应收票据及应收账款	2810	3588	4928	5213	7831
其他应收款	73	83	119	138	186
预付账款	21	26	35	42	55
存货	23	22	39	39	59
其他流动资产	265	432	432	432	432
非流动资产	11026	14984	15238	15387	15410
长期投资	890	831	771	711	652
固定资产	3047	3849	4119	4275	4320
无形资产	8	17	16	15	14
其他非流动资产	7080	10287	10331	10385	10425
资产总计	14355	19221	21078	21836	25092
流动负债	4435	5540	5110	4999	6905
短期借款	919	919	1174	1100	1100
应付票据及应付账款	1002	1146	1720	1902	2666
其他流动负债	2515	3475	2216	1997	3138
非流动负债	5228	8018	9460	9302	9365
长期借款	365	789	2231	2073	2136
其他非流动负债	4863	7229	7229	7229	7229
负债合计	9663	13558	14570	14301	16269
少数股东权益	104	134	178	233	302
股本	1388	1961	1971	1971	1971
资本公积	1259	828	828	828	828
留存收益	1992	2793	3609	4612	5917
归属母公司股东权益	4587	5529	6330	7302	8521
负债和股东权益	14355	19221	21078	21836	25092

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1405	1945	1939	2094	2165
净利润	682	840	878	1101	1379
折旧摊销	255	335	469	687	857
财务费用	313	488	602	755	902
投资损失	-13	1	-1	-1	-1
营运资金变动	-540	-783	5	-448	-973
其他经营现金流	708	1063	-15	0	0
投资活动现金流	-701	-551	-707	-835	-880
资本支出	716	560	314	209	83
长期投资	-1	-16	60	60	60
其他投资现金流	14	-7	-334	-567	-737
筹资活动现金流	-698	-1446	-1205	-786	-752
短期借款	7	0	81	100	0
长期借款	94	424	1442	-158	62
普通股增加	485	573	10	0	0
资本公积增加	-172	-432	0	0	0
其他筹资现金流	-1111	-2012	-2738	-729	-814
现金净增加额	5	-52	28	472	533

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3278	4444	5748	7302	9197
营业成本	1630	2377	3172	4009	5057
营业税金及附加	10	15	20	25	31
营业费用	287	398	532	697	915
管理费用	178	179	276	343	428
研发费用	72	83	126	175	239
财务费用	313	488	602	755	902
资产减值损失	-18	-21	0	0	0
其他收益	36	34	0	0	0
公允价值变动收益	17	156	15	0	0
投资净收益	13	-1	1	1	1
资产处置收益	9	1	0	0	0
营业利润	762	981	1036	1297	1625
营业外收入	3	6	3	4	4
营业外支出	6	10	6	6	7
利润总额	759	976	1033	1295	1623
所得税	77	136	155	194	243
净利润	682	840	878	1101	1379
少数股东损益	42	39	44	55	69
归属母公司净利润	640	801	835	1046	1310
EBITDA	1090	1417	1610	2109	2590
EPS (元)	0.32	0.41	0.42	0.53	0.66

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	25.8	35.5	29.4	27.0	25.9
营业利润(%)	8.8	28.7	5.6	25.3	25.3
归属于母公司净利润(%)	28.4	25.2	4.2	25.3	25.3
获利能力					
毛利率(%)	50.3	46.5	44.8	45.1	45.0
净利率(%)	19.5	18.0	14.5	14.3	14.2
ROE(%)	14.5	14.8	13.5	14.6	15.6
ROIC(%)	6.2	5.4	5.5	6.6	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	67.3	70.5	69.1	65.5	64.8
净负债比率(%)	157.7	203.1	167.8	139.2	115.6
流动比率	0.8	0.8	1.1	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.7	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	1.7	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.41	0.42	0.53	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.99	0.98	1.06	1.10
每股净资产(最新摊薄)	2.33	2.81	3.21	3.70	4.32
估值比率					
P/E	12.8	10.2	9.8	7.8	6.3
P/B	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	14.4	13.9	11.9	8.9	7.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024年09月23日收盘价

内容目录

1. 国资入主是国内设备租赁龙头企业发展的优选方案.....	4
2. 海南国资可为公司多重赋能.....	6
3. 测算公司债务融资成本有望降低 1.2pct.....	10
4. 高机行业保持扩容趋势，多品类扩张打造新动能.....	11
5. 盈利预测、估值与投资建议.....	13

图表目录

图表 1: 交易前后相关股东股权变动.....	4
图表 2: 公司 2024 年股权激励&第二期员工持股计划考核目标.....	4
图表 3: 公司 2 次国资股权合作经验.....	5
图表 4: 远东宏信生息资产行业分布.....	5
图表 5: 公司与宏信建发现金（含交易性金融资产）对比（亿元）.....	6
图表 6: 公司与宏信建发销售费用率对比.....	6
图表 7: 海南控股旗下运营的 11 个机场.....	7
图表 8: 海南控股 3 个片区开发项目.....	7
图表 9: 海南自贸港税收优惠政策.....	8
图表 10: 海南无人驾驶航空器适飞空域图（2023 版）.....	9
图表 11: 海南国资与海南政策对华铁应急的业务赋能.....	10
图表 12: 华铁应急与宏信建发 2023 年债务融资成本对比.....	10
图表 13: 公司替换低成本债务后债务融资成本变动幅度测算.....	11
图表 14: 国内高空作业平台保有量及公司保有量.....	12
图表 15: 公司高空作业平台营收及增速.....	12
图表 16: 公司历年营收结构.....	12
图表 17: 公司已落地的两单智能算力合同.....	12
图表 18: 公司高空车业务收入测算.....	13
图表 19: 公司高空车合资公司盈利测算.....	13
图表 20: 公司收入成本拆分预测.....	14
图表 21: 公司期间费用率拆分预测.....	14
图表 22: 可比公司估值表.....	15

1. 国资入主是国内设备租赁龙头企业发展的优选方案

海南国资斥资约 20 亿元，获公司实际控制权。2024 年 7 月份，公司公告控股股东胡丹锋及其一致行动人华铁恒升、大黄蜂控股、黄建新合计转让公司股份 13.96% 至海控产投。据此前转让方案，转让价 7.258 元/股（较 2024/9/23 收盘价高 74%），合计转让款约 20 亿元。转让后海控产投将持有华铁应急 13.96% 股份，成为上市公司控股股东，海南省国资委取得上市公司实际控制权；胡丹锋/华铁恒升/大黄蜂控股/黄建新持股比例由 11.97%/1.39%/8.88%/2.18% 变更为 8.98%/0%/0%/1.48%。

预计收购方案业绩承诺为底线水平，实际业绩可参考员工持股和股权激励考核目标。在本次收购中，公司原控股股东胡丹锋承诺，2024-2026 年华铁应急营收分别不低于 32/40/50 亿元；2024-2025 年净利润分别不低于 6/6.3 亿元，2024-2026 年净利润总额不低于 20 亿元。考虑到此前公司股权激励和员工持股计划中，均将考核目标设置为 2024 年营收同增 35% 或归母净利润同增 30%，对应收入 60 亿元或归母净利润 10.4 亿元；2025 年营收较 2023 年增长 82.25%（年化增长 35%）或归母净利润较 2023 年增长 69%（年化增长 30%），对应收入 81 亿元或归母净利润 13.5 亿元，明显高于本次收购方案的业绩承诺。因此我们认为本次业绩承诺应为业绩底线水平，未来实际业绩可参考员工持股和股权激励考核目标。

图表1: 交易前后相关股东股权变动

股东	交易前持股比例 (%)	交易后控制的股份比例 (%)
海南海控产业投资有限公司		13.96%
胡丹锋	11.97%	8.98%
浙江华铁恒升科技有限公司	1.39%	
浙江华铁大黄蜂控股有限公司	8.88%	
黄建新	2.18%	1.48%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表2: 公司 2024 年股权激励&第二期员工持股计划考核目标

行权期	考核目标	
第一个行权期	公司需满足下列条件之一： (1) 以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 35%； (2) 以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%。	
第二个行权期	公司需满足下列条件之一： (1) 以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 82.25%； (2) 以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 69%。	
考核指标	业绩完成情况	公司层面行权系数 (X)
营业收入实际完成比例 (A) 或	当 A 或 B ≥ 100%	X = 100%
	当 A ≥ B 且 100% > A ≥ 80%	X = 90% + (A - 80%) / 20% × 10%
净利润实际完成比例 (B)	当 B > A 且 100% > B ≥ 80%	X = 90% + (B - 80%) / 20% × 10%
	当 A < 80% 且 B < 80%	X = 0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

此前公司已在轻资产业务领域与国资有 2 次股权合作经验。1) 城投华铁: 2022 年 9 月, 公司公告与东阳市国资办出资的国有企业共同成立设备租赁合资公司“城投华铁”, 公司与东阳城投分别出资 4900/5100 万元, 分别持股 49%/51%; 其中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。2) 铜都华铁: 2023 年 1 月, 公司与贵溪市国有控股集团有限公司共同投资设立合资公司“铜都华铁”, 公司、贵溪国控、露笑科技分别出资 1396.5/1456.5/147 万元, 占股 46.55%/48.55%/4.90%; 其中贵溪国控负责积极筹措资金, 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。

截至 2023 年末, 城投华铁业务推进较为顺利, 公司已为城投华铁在上海、成都、重庆、惠州、南昌、唐山、济南等地设立 14 家门店并投入运营, 首批已完成交付设备 3400 台、资产总额 3.3 亿元, 剩余 12 亿元设备后续逐步落实。

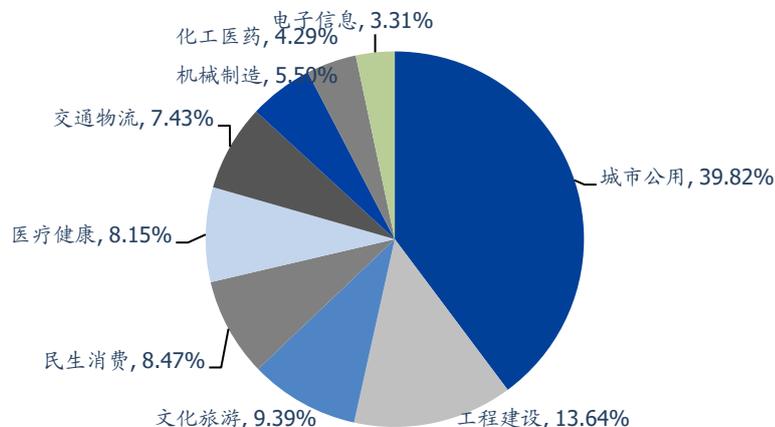
图表3: 公司 2 次国资股权合作经验

合资公司名称	合作国资	公司持股比例	未来管理资产规模	分工
城投华铁	东阳市国资	49.00%	不低于 15 亿元	东阳城投负责积极筹措资金, 公司负责日常经营管理
铜都华铁	贵溪市国资	46.55%	不低于 15 亿元	贵溪国控负责积极筹措资金, 公司负责日常经营管理

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

参考远东宏信-宏信建发模式, 背靠国资股东协同效益突出。宏信建发的控股股东远东宏信 (3360.HK) 是横跨金融与产业的大型综合集团, 在城市公用、医疗健康、文化旅游、工程建设、机械制造、化工医药、电子信息、民生消费、交通物流等领域提供融资租赁、商业保理、跨境金融、基础设施投资、股权投资、普惠金融、资产业务等综合金融服务; 同时开展设备运营、医院运营、健康养老、教育等产业运营服务。远东宏信资产规模超 3000 亿元, 员工超 2 万人, 综合金融累计服务企业客户数超 3 万家, 累计向实体经济投放资金超万亿元, 综合实力突出。此外, 远东宏信作为中国中化 (由中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司联合重组而成, 为国务院国资委监管的国有重要骨干企业) 参股企业, 与央企及龙头上市公司已建立较为密切的合作关系, 可为宏信建发导流, 帮助宏信建发快速获取优质客户, 并快速建立互信关系; 且基于远东宏信多产业、多业务模式战略布局, 宏信建发可与远东宏信旗下融资租赁、投资运营等业务板块密切协同, 面向大型客户开展整体营销战略, 提供整体解决方案。

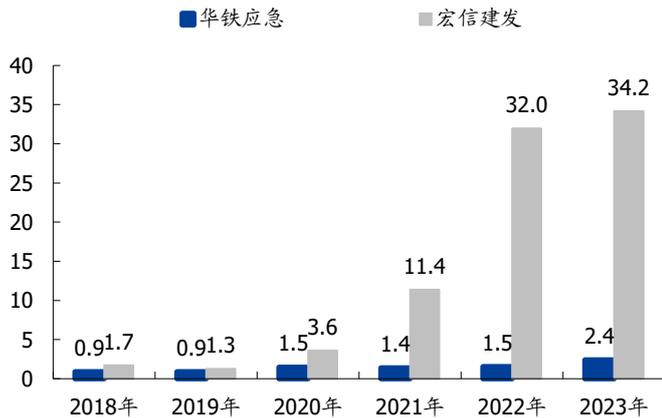
图表4: 远东宏信生息资产行业分布



资料来源: 远东宏信 2023 年报, 国盛证券研究所, 注: 2023 年按生息资产净额计算

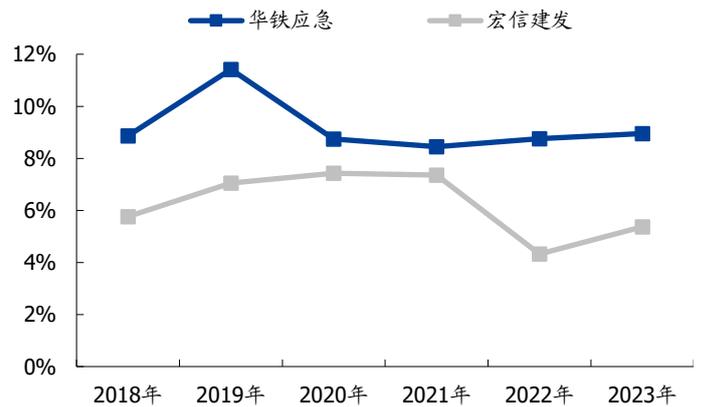
总结：我们认为国资入主是国内设备租赁龙头企业发展的优选方案。设备租赁是重资产行业，企业运营需要重点解决两方面问题：一是购买设备的资金问题；二是客户渠道问题。参考行业规模龙头宏信建发模式，在国资背景下，一方面可以通过品牌影响力、信用资质，扩大资金来源，并降低融资成本；另一方面可以通过国资导流快速获取下游领域优质客户。华铁应急作为民企，长期以来在手货币资金偏紧，客户开拓难度偏大（销售费用率偏高），引入国资是公司未来发展的优选方案。其中，华铁应急2022年来已成功在轻资产业务引入国资力量赋能，目前效果显著。此次公司让渡实际控制权至海南国资，有望进一步推动国资对公司整体设备租赁业务赋能，静待后续公司经营效益显现。

图表5: 公司与宏信建发现金(含交易性金融资产)对比(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 公司与宏信建发销售费用率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 海南国资可为公司多重赋能

海南控股层面上看:

海南控股为省属国企中流砥柱，产业实力突出。海南海控产业投资有限公司（海控产投）为海南发展控股有限公司（海南控股）旗下负责产业投资的全资子公司。海南控股成立于2005年，是海南省政府为实施“大企业进入、大项目带动”战略而成立的国有控股公司，目前已成长为海南省属国有企业的中流砥柱（截至2024年7月底，公司资产总额1923亿元，在岗从业人员超2万人），是海南省机场投资建设运营主体、海南公共服务领域最大的代管代建企业、具有房地产一级开发资质的省属国企。资本市场上，海南控股已有3家A股上市公司（海南机场 600515.SH、海南发展 002163.SZ、华铁应急 603300.SH）。目前海南控股重点发展机场及临空产业、区域综合开发、商贸服务三大核心产业群：

1) 机场及临空产业：海南控股拳头产业

该业务涵盖机场建设、机场运营、临空产业开发，海南控股运营管理全国11家机场，其中海口美兰机场为全省主区域枢纽机场，2021年海口美兰国际机场旅客吞吐量排名全国第16位。

图表7: 海南控股旗下运营的11个机场

机场	概况
海口美兰国际机场	致力于打造面向太平洋、印度洋的国际航空枢纽。美兰机场二期项目于2021年12月2日正式投运,自此,美兰机场跨入“双航站楼,双跑道”全新发展时代。海口美兰国际机场2021年全国机场旅客吞吐量排名全国第16位。
三亚凤凰国际机场	致力于打造区域性枢纽机场,成为我国南部重要的国际旅游门户机场。2018年旅客吞吐量突破2000万人次,成为国内首家跻身“两千万俱乐部”的非省会地级市机场。三亚凤凰国际机场2021年全国机场旅客吞吐量排名全国第19位。
琼海博鳌机场(4C)	于2017年1月6日正式通航,主要为满足博鳌亚洲论坛与会政要航空保障需求,同时提供民用航空运输服务及发展通航产业。
三沙永兴机场(4C)	军民合用机场,机场位于西沙群岛中最大的岛屿永兴岛上,2016年12月22日正式建成通航。
满洲里西郊机场(4D)	为4D级支线机场,2005年2月25日正式通航,2016年荣获全球SKYTRAX四星级机场,致力于成为“面向俄蒙、连接国内”的国际中转支线机场。
唐山三女河机场(4C)	位于河北省唐山市丰润区,为4C级军民合用机场。依托京津冀一体化发展平台,为唐山经济社会发展提供有力支撑。
宜昌三峡机场(4D)	位于长江三峡的起点、举世瞩目的三峡工程所在地湖北省宜昌市,为4D级机场。2014年成功荣膺全球首家500万客流量以下SKYTRAX四星机场。
松原查干湖机场(4C)	于2017年10月29日正式通航,为4C级支线机场,对于开发松原地区所蕴涵的旅游资源具有重要的作用。
营口兰旗机场(4C)	于2016年2月3日通航,为4C级机场,辽宁省重要支线运输机场。
潍坊南苑机场(4D)	位于山东半岛中部,为4D级军民合用机场。未来将充分利用好潍坊市的区位优势,为机场的客货运输发展再上一个新台阶积极奋斗。
安庆天柱山机场(4C)	位于安徽省安庆市,为4C级军民合用机场。

资料来源:海南控股官网,国盛证券研究所

2) 区域综合开发:海南控股重点发展产业

业务涵盖代管代建、地产开发、建筑工程、建材生产销售等全产业链业务。

图表8: 海南控股3个片区开发项目

开发项目	概况
国兴大道沿线(大英山片区)开发	大英山片区地处海口市主城区核心地带,整体被省政府赋予了城市CBD的定位。海南控股持有大英山CBD近30宗建设用地,其中8宗未开发建设用地,规划建筑面积约140万平方米。根据开发规划,大英山片区将形成“两横一纵”规划结构,整体打造国兴大道自贸港门户形象轴、全球精品消费轴及全时段活力轴,打造自贸港现代服务业创新发展示范区。
江东新区开发	利用自贸港政策,在江东新区CBD探索发展“能源+贸易”“能源+金融”等新型业态,建设低碳零碳排放示范区,打造自贸港国际化、标杆型现代服务业聚集地。依托美兰机场优质空港资源优势,与江东新区合作开发建设临空产业园,搭建全球航空产业上下游优秀企业入驻平台,培育做强飞机维修、加工制造、航空物流、航空商贸等产业,营造自贸港政策应用示范场景。
南海明珠岛开发	负责南海明珠岛的运营开发。该岛是海口目前最大的尚未建设的人工岛。整体规划用海面积约6890亩,2016年3月完成全部填岛工程,形成陆域(含防波堤)约4268亩,形成港池约2485亩。

资料来源:海南控股官网,国盛证券研究所

3) 商贸服务:发挥免税牌照、空港口岸、海口核心商圈等优势

海南控股旗下拥有全球精品免税城一期、二期、三期,经营面积接近4万平米;同时拥有大英山片区、南海明珠岛等商业地产资源,通过发挥海口美兰机场、三亚凤凰机场、海口日月广场“三个码头”优势,实现离岛免税和高端商业互补发展的免税商业产业体系。

海南省层面上看：

2020年《海南自由贸易港建设总体方案》正式发布，2021年《海南自贸港法》出台，顶层规划不断完善，海南自贸港建设持续推进。海南将在2025年底前适时启动全岛封关运作，封关运作后海南与境外贸易和投资有望更加频繁、便利。

1) 税收优惠

《海南自由贸易港建设总体方案》提出要按照“零关税、低税率、简税制、强法治、分阶段”的支柱性原则建立与高水平自由贸易港相适应的税收制度，后续海南税收体系持续完善，相比内地有较为明显的税收优惠。如：**a) 在企业所得税方面仅15%**，而内地为25%；**b) 个税方面**，封关后按照3%/10%/15%三档累进，而内地综合所得为3%-45%累进；**c) 关税方面**，境外与海南之间免征关税；**d) 增值税等其他税种较内地明显简化。**

图表9: 海南自贸港税收优惠政策

税种	内容
企业所得税	除负面清单行业外，海南未来对企业适用的税率为15%，若叠加资产的加速折旧与摊销政策、研发费用加计扣除等优惠，其税收优势将更为明显。
个人所得税	目前海南对高端人才和紧缺人才取得的综合所得、经营所得以及经海南省认定的人才补贴性所得适用15%的税率，封关后还将进一步降低，对综合所得和经营所得按照3%、10%、15%三档超额累进税率征收个人所得税。
关税	海南将成为“境内关外”区域，在境外与海南之间，海南将免征进口关税，在海南与内地之间，原则上需要按照进口征税，但也存在税收优惠政策，即对鼓励类产业企业生产的不含进口料件或者含进口料件在海南自由贸易港加工增值达到一定比例的货物，免征关税。
增值税等其他税种	封关时，增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费将简并为销售税，且封关后还将进一步简化税制。

资料来源：金杜律师事务所，国盛证券研究所

2) 数字经济政策

2020年《海南自由贸易港建设总体方案》中提出，在确保数据流动安全可控的前提下，扩大数据领域开放，创新安全制度设计，实现数据充分汇聚，培育发展数字经济。

2023年12月《海南省培育数据要素市场三年行动计划(2024—2026)》，聚焦数据要素基础制度和市场培育实践中全过程的堵点、痛点、难点，提出系列解决措施，积极培育海南自贸港数据要素市场。

2024年6月《海南自由贸易港国际数据中心发展条例(公开征求意见稿)》，对面向境外提供数据存储、加工、交易等国际数据服务业务的企业提供系列制度规范和开展便利，如：1) 符合条件的业务可免于申报数据出境安全评估、订立个人信息出境标准合同、通过个人信息保护认证；2) 可自主选择使用可信、安全的国内外云服务、AI算力芯片、AI大模型等开展国际数据中心业务。

系列政策支持下，海南数据要素、算力服务等领域成长潜力较大。

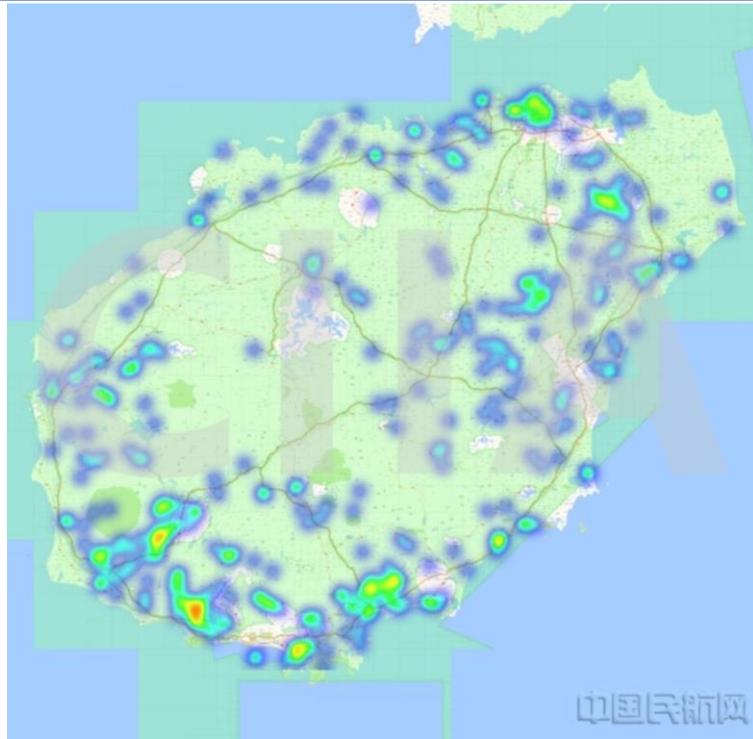
3) 低空经济政策

作为中国唯一热带岛屿省份，海南每年可供通航飞行天数300多天，可飞行日和空中游览活动时间位居全国之首，发展低空经济具备明显环境优势。2010年，海南成为全国首批低空空域管理改革试点地区；2021年《海南省通用航空产业发展“十四五”规划》中提出要打造“低空经济综合发展先行区”；2023年海南发布了“海南省无人驾驶航空器适飞空域图”，较早做出了低空空域放开尝试。海南还在全国率先建设完成首个覆盖省级区

域的低空空域空管服务保障示范区和首个军民航双认证的通航飞行服务站，实现了海南低空管控有序。

基于良好的制度体系、基础设施和优越的飞行环境，海南低空业态不断丰富，在低空旅游、航空运动、应急救援等方面居全国前列。2023年，海南空中游览和跳伞飞行均居全国第一，空中游览飞行小时数、起降架次和载客量分别达到约1.37万小时、15.2万架次和36.48万人次，占全国比重分别约45.9%、63.2%和61.1%；跳伞飞行小时数、起降架次和载客量分别达到约0.42万小时、1.07万架次和4.53万人次，占全国比重分别为37.7%、42.8%和39.6%。

图表10: 海南无人驾驶航空器适飞空域图(2023版)



资料来源: 新华报业网, 国盛证券研究所

公司租赁主业、智算、低空经济等业务均有望获海南国资/海南省政策赋能:

建筑设备租赁业务: 海南控股旗下的机场建设及运营、区域开发、免税城运营、酒店运营等业务，均涉及建筑支护设备、高空作业平台的租赁需求，相关业务有望与华铁应急形成协同。同时基于海南控股背书，预计海南其余国资也有望与华铁应急在轻资产业务领域有更多合作可能性。若华铁应急总部迁至海南，则有望稳定享受海南企业所得税率15%（目前需定期完成高新技术企业认证才可享受15%的优惠税率），增值税等税种简化，以及员工个税降低（提升员工获得感，减少公司人力成本开支）等优惠。

智算业务: 海南控股旗下经营30座水电站、34座光伏电站，总装机容量850MW，有望为华铁应急智算业务提供低成本电力支持。政策方面，华铁应急有望受益海南系列数据要素市场、国际数据中心等领域建设不断推进，为境内/境外提供智算服务。

低空经济业务: 今年4月公司已与浙江威航智能科技有限公司签署战略合作协议，若公司后续进军低空经济领域，海南控股商贸服务板块相关物资运输有望为华铁应急提供应用场景。同时华铁应急还有望受益海南地域优势，以及海南系列低空经济发展促进政策。

图表11: 海南国资与海南政策对华铁应急的业务赋能

业务	海南控股赋能	海南政策赋能
建筑设备租赁	建筑支护、高空车租赁业务导流（机场建设及运营、区域开发、免税城运营、酒店运营）。以及省内国资轻资产合作潜力（海南控股拟推动公司达成100亿元以上的轻资产规模）。	若总部迁至海南，则有望享受企业所得税15%（目前需通过高新技术企业认证才可享受15%的优惠税率），增值税等税种简化，员工个税降低等优惠。
智算	清洁能源业务有望为华铁应急智算业务提供低成本电力支持。（海南控股经营30座水电站、34座光伏电站，总装机容量850MW）。	海南已出台系列政策，积极推动数据要素市场、国际数据中心发展。未来华铁应急智算业务境内/境外业务可同步开拓。
低空经济	海南控股商贸服务板块相关物资运输有望为华铁应急提供应用场景。	受益海南地域优势，以及海南系列低空经济促进政策优势，华铁应急在应急救援、物资运输等领域开展低空设备租赁业务潜力较大。

资料来源：海南控股官网，华铁应急公告，国盛证券研究所

3. 测算公司债务融资成本有望降低 1.2pct

海南控股系 AAA 主体信用评级单位，助力华铁应急融资利率下降。海南发展控股系 AAA 主体信用等级国有企业，依托高评级主体，海南控股将给予华铁应急包括但不限于统筹集团的融资资源，发挥集团议价能力，助力华铁应急获得低息贷款等资金，力争协调融资授信金额 50 亿元以上。今年 6 月，公司在海南控股支持下，已与海南银行、中信银行、华夏银行、民生银行、平安租赁等 5 家金融机构签订战略合作协议，融资资金将主要用于华铁应急的设备采购、技术研发、市场拓展等方面；同时，各大金融机构还将为华铁应急提供全方位的金融服务，满足华铁应急股权投资、信用债发行、生产运营、贸易往来、战略扩张等各阶段、全周期融资需求，包括授信业务、贷款支持、资金结算等。公司资金筹措和业务拓展方面进展顺利。

对比宏信建发，公司债务融资成本偏高。我们以利息支出/带息债务计算公司债务融资成本，2023 年华铁应急利息支出 4.85 亿元，带息债务（短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债）合计 70.26 亿元，计算债务融资成本 6.9%，高于宏信建发同期的 4.8%（高 2.1pct）。

图表12: 华铁应急与宏信建发 2023 年债务融资成本对比

项目	单位	华铁应急	宏信建发
利息支出	亿元	4.85	8.34
带息债务	亿元	70.26	173.40
债务融资成本	--	6.9%	4.8%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

保守测算公司债务融资成本有望降低 1.2pct。利率方面，2024 年以来，AAA 主体信用评级发行的 10 年期信用债利率降至 3% 以内，因此我们保守假设海南控股为华铁应急的融资支持利率 3.5%；规模方面，海南控股拟为华铁应急协调融资授信 50 亿元以上，我们假设实际使用 25 亿，置换华铁应急存量带息债务。置换后，保守测算华铁应急综合债务融资成本可降至 5.7%，较置换前降低 1.2pct。降低 1.2pct 债务融资成本，对应减少利息支出约 0.85 亿元（以 2023 年带息债务测算），占公司 2023 年归母净利润的 11%。

图表13: 公司替换低成本债务后债务融资成本变动幅度测算

项目	单位	置换前	置换后	变动幅度
带息债务	亿元	70.26	45.26	
债务融资成本	--	6.9%	6.9%	
替换带息债务	亿元		25.00	
替换债务融资成本	--		3.5%	
综合债务融资成本	--	6.9%	5.7%	1.2%

资料来源: Wind, 新华财经, 国盛证券研究所

4. 高机行业保持扩容趋势，多品类扩张打造新动能

国内高机市场保持扩容趋势，后续成长空间仍大。高空作业平台与传统脚手架及吊篮等工具相比，在操作、调度、安全性及适用性等方面均具备明显优势，海外发达国家已运用广泛，2022年美国全市场保有量为77万台，人均保有量为23.12台/万人，建筑业增加值覆盖率为11.08台/亿元人民币；而2023年我国保有量60万台以上，人均保有量约为4台/万人，建筑业增加值覆盖率约为7台/亿元人民币。国内高机市场扩容空间广阔，近年来保持较快扩张态势。

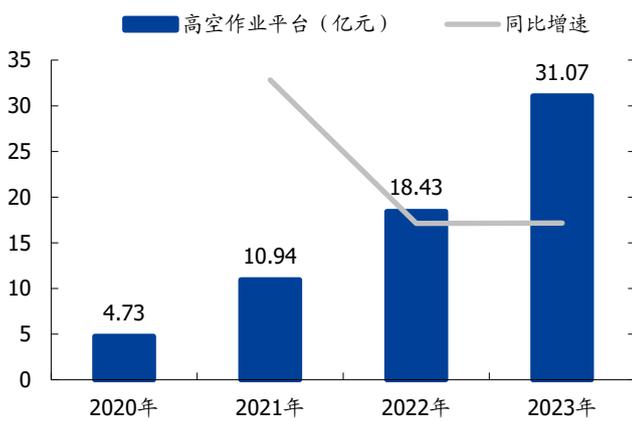
公司高机业务快速扩张，业绩有望稳健释放。公司作为我国高机租赁龙头之一（2023年市占率约20%），近年来持续快速增加高空作业平台保有量（2023年末公司保有量12.1万台，较2022年底大幅增长55%），高空作业平台营收快速增长、占比持续提升（2023年高机营收31.07亿元，同增69%，占比70%），不断打造规模优势（品牌度提升、门店协作降本增效、上游采购议价能力提升，未来还可通过交叉销售开拓冷门高毛利设备租赁业务）。此外，公司持续完善线下网点、推广线上渠道、推动轻资产模式扩张，数字化升级强化运营管理能力，设备出租率稳定较高，后续业绩有望持续稳健释放。

图表14: 国内高空作业平台保有量及公司保有量

年份	国内高空作业平台保有量 (万台)	同比增速	华铁应急持有量 (万台)	同比增速	市占率	出租率
2020年	达 24		超 2.0		约 8%	
2021年	近 40	约 66%	超 4.7	135%	约 12%	85.67%
2022年	超 48	约 20%	近 7.8	66%	约 16%	81.14%
2023年	超 60	约 25%	达 12.1	55%	约 20%	85.31%

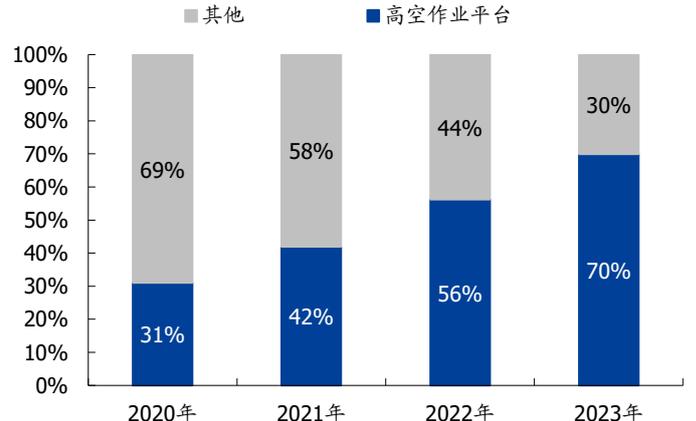
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表15: 公司高空作业平台营收及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表16: 公司历年营收结构



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

积极布局叉车、低空经济、智算等领域, 打造业务未来新动能。运用高空作业平台的业务渠道, 公司有望持续打造多品类设备协同优势: **1) 叉车方面:** 2023年公司明确将协同度较高的叉车作为重点拓展品类, 针对叉车运营完成供应链、设备维保、数字流程等前期准备工作, 预计在 2024 年将形成较大经营规模; **2) 低空经济方面:** 今年 4 月公司已与浙江威航智能科技有限公司签署战略合作协议, 后续有望在智慧城市、消防应急、影视拍摄、农业生产等领域实现业务落地。

此外, 今年 5 月公司公告拟投资 10 亿元开展智能算力业务, 通过向客户提供 GPU 级的高端算力资源租赁及增值技术服务取得收益, 潜在客户包括通信运营商、AI 大模型、自动驾驶、高校、科研院所、游戏传媒、生命科学、高端制造业、机器人等领域企业。公司预计 1 年内完成算力设备采购以及智算中心机房/设备部署, 投资回收期预计 3.5 年。目前公司已落地两单智能算力合同, 项目规模分别为 2.28/0.12 亿元, 合计 2.4 亿元, 客户均为互联网企业。同时, 公司正与通信运营商、国有企业等进行商业洽谈, 后续有望持续落地新订单。当前智能算力市场需求快速增长, 相关设备租赁业务收益及现金流表现有望优于传统主业, 助力公司打造成长新动能。

图表17: 公司已落地的两单智能算力合同

项目	业务来源	总金额 (万元)	设备供应方	终端客户	资金来源
1	市场发掘	22,848	深圳某电子科技有限公司	某大型互联网企业	融资租赁公司等金融机构
2	市场发掘	1,173	杭州某科技有限公司	某互联网企业	自有资金

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

公司的高空作业平台业务可以分为三部分：1) 自持部分：基于公司股权激励目标和此前高空车扩张趋势，我们假设公司自持高空车 2024-2026 年分别增长 35%/32%/30%，驱动该部分实现营收 37.4/49.4/64.2 亿元；2) 轻资产转租部分：该部分收入和成本计入利润表，资产不进入资产负债表，近两年公司轻资产转租模式已进入放量阶段，预期后续仍将维持较快扩张态势，因此我们假设 2024-2026 年高空车数量分别为 2.3/3.1/4.1 万台，驱动该部分实现营收 5.3/7.4/9.8 亿元。上述高空车合计 2024-2026 年实现收入 42.8/56.8/74.1 亿元，同增 38%/33%/30%。

此外，公司还有以合资公司模式存在的高空车轻资产业务，该业务不并表，直接体现为公司的投资收益。假设该部分高空车 2024-2026 年数量分别为 1.0/1.5/2.0 万台，按照 49%持股比例，计算分别获取投资收益 0.25/0.38/0.51 亿元。

图表18: 公司高空车业务收入测算

自持高空车	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
自持高空车数量(万台)	4.20	6.76	10.51	14.19	18.73	24.35
增速	110%	61%	55%	35%	32%	30%
平均单价(万元/台)	10	10	10	10	10	10
货值(测算值, 亿元)	42.0	67.6	105.1	141.9	187.3	243.5
收入(亿元)	9.66	16.61	27.72	37.42	49.40	64.22
高空车轻资产转租	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
转租高空车数量(万台)	0.50	1.04	1.60	2.30	3.10	4.10
货值(亿元)	6.00	14.21	23.00	33.06	44.56	58.94
单价(万元/台)	12.00	13.67	14.38	14.38	14.38	14.38
收入(亿元)	1.27	1.82	3.35	5.33	7.37	9.83
高空车合计收入(亿元)	10.94	18.43	31.07	42.75	56.77	74.05
同比增速	131.0%	68.5%	68.6%	37.6%	32.8%	30.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 公司高空车合资公司盈利测算

高空车轻资产合资公司	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
合资公司高空车数量(万台)	0.00	0.00	0.34	1.00	1.50	2.00
货值(亿元)	0.00	0.00	3.30	10.00	15.00	20.00
单价(万元/台)			9.71	10.00	10.00	10.00
投资收益(获取利润49%比例, 亿元)			0.08	0.25	0.38	0.51

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

进一步地，考虑到我国传统建筑新建市场增速偏弱，因此我们假设公司建筑支护设备、地下维修维护业务收入增速保持稳健（增速如下表所示），以及假设公司高机、支护设备业务毛利率 2024 年回落后，2025-2026 年有所恢复，预测公司 2024-2026 年分别实现营收 57.5/73.0/92.0 亿元，同增 29%/27%/26%；毛利率分别为 44.8%/45.1%/45.0%。

图表20: 公司收入成本拆分预测

项目	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
收入(亿元)	26.07	32.78	44.44	57.49	73.02	91.97
高空作业平台	10.94	18.43	31.07	42.75	56.77	74.05
建筑支护设备	12.36	11.77	13.05	14.36	15.79	17.37
地下维修维护	2.55	2.31	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务	0.22	0.27	0.32	0.38	0.46	0.55
营收增速	71.5%	25.8%	35.6%	29.4%	27.0%	25.9%
高空作业平台	131.0%	68.5%	68.6%	37.6%	32.8%	30.4%
建筑支护设备	46.9%	-4.8%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
地下维修维护	35.6%	-9.5%	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	4.4%	23.1%	16.9%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	52.0%	50.3%	46.5%	44.8%	45.1%	45.0%
高空作业平台	52.2%	48.2%	45.6%	43.0%	43.5%	43.6%
建筑支护设备	51.4%	53.4%	49.8%	49.0%	49.5%	49.6%
地下维修维护	53.6%	55.2%	55.2%	55.0%	55.0%	55.0%
其他业务	80.0%	86.9%	95.3%	90.0%	90.0%	90.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用率方面,假设2024-2026年公司销售费用率分别为9.2%/9.5%/9.9%,随着多元化业务开拓,销售费用率预计有上升趋势;假设管理费用率分别为4.8%/4.7%/4.6%,规模效益下费率趋势向下;假设研发费用率分别为2.2%/2.4%/2.6%,呈提升趋势主因公司积极开拓叉车、智算、低空经济等新业务领域,并持续升级数字化管理系统,相关研发投入可能增多;财务费用率则有望受益于国资高信用评级,债务融资成本下降,预测三年分别为10.5%/10.3%/9.8%。合计看,假设2024-2026年公司期间费用率分别为26.7%/27.0%/27.0%。

图表21: 公司期间费用率拆分预测

期间费用率	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
销售费用率	8.4%	8.8%	9.0%	9.2%	9.5%	9.9%
管理费用率	5.4%	5.4%	4.0%	4.8%	4.7%	4.6%
研发费用率	2.2%	2.2%	1.9%	2.2%	2.4%	2.6%
财务费用率	7.3%	9.5%	11.0%	10.5%	10.3%	9.8%
合计	23.4%	25.9%	25.8%	26.7%	27.0%	27.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基于上述假设,我们预测2024-2026年公司归母净利润分别为8.4/10.5/13.1亿元,同增4%/25%/25%(2023-2026年CAGR为18%),EPS分别为0.42/0.53/0.66元,当前股价对应PE为9.8/7.8/6.3倍。我们选取A股中以设备租赁为主业的公司志特新材、渤海租赁,以及高空作业平台制造商浙江鼎力作为可比公司,2024年可比公司PE均值为9.6倍,与华铁应急相近,但考虑到华铁应急未来业绩增速和业绩稳定性整体好于可比公司,因此我们维持华铁应急“买入”评级。

图表22: 可比公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS			PE			PB
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
志特新材	7.41	-0.18	0.94	1.34	-40.3	7.9	5.5	1.38
渤海租赁	2.25	0.21	0.26	0.30	10.9	8.7	7.5	0.45
浙江鼎力	50.84	3.69	4.19	5.03	13.8	12.1	10.1	2.79
平均					-5.2	9.6	7.7	1.54

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 其中志特新材 EPS 取自国盛研究所报告, 渤海租赁、浙江鼎力 EPS 预测数据取自 Wind 一致预期, 股价截止 2024/9/23

6. 风险提示

国资赋能不及预期, 主要设备出租率/租金下行风险, 叉车/低空经济/智算等业务开拓不及预期, 假设测算相关的关键预期不能成立的风险等。

1) 国资赋能不及预期。

目前我们认为公司租赁主业、智算、低空经济等业务均有望获海南国资/海南省政策赋能, 同时还有望助力公司降低债务融资成本, 但如果海南控股对华铁应急的支持未兑现, 则可能造成公司成长不及预期风险。

2) 主要设备出租率/租金下行风险。

当前经济下行压力仍大, 需求偏弱, 且设备租赁行业竞争持续加剧, 若公司的各类设备出租率下降, 则可能导致单位营收折旧摊销增多, 利润下降; 或设备租金价格大幅下行, 亦可能导致公司利润率下降。

3) 叉车/低空经济/智算等业务开拓不及预期。

公司当前积极开拓叉车/低空经济/智算等新业务, 但新业务开拓需要依托政策支持、融资支持、以及需求端保持稳健, 若市场环境发生变化, 或公司新业务管理能力未及时增强, 则新业务可能对业绩产生不利影响。

4) 假设测算关键预期不能成立风险。

本文相关假设可能存在一定误差, 对盈利预测结果产生影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com