



买入（维持）

所属行业：非银金融/多元金融
当前价格(元)：5.57

证券分析师

闫广

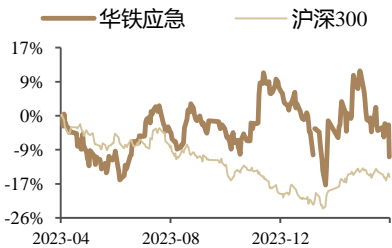
资格编号：S0120521060002
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

王逸枫

资格编号：S0120524010004
邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-19.16	-9.28	-13.54
相对涨幅(%)	-17.51	-13.63	-19.91

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《华铁应急(603300.SH)：高空车租赁后起之秀，数字化+轻资产蓄力长期成长》，2024.4.14

华铁应急(603300.SH)：规模加速扩张，成长性持续兑现

投资要点

- 事件：**2024年4月15日，公司发布2023年年度报告，2023年公司实现营收约44.44亿元，同比+35.55%，实现归母净利润约8.01亿元，同比+25.19%，实现扣非归母净利润约6.54亿元，同比+17.73%；单季度来看，23Q4公司实现营收约12.29亿元，同比+28.74%，环比-3.70%，实现归母净利润约2.38亿元，同比+15.86%，环比+0.51%，实现扣非归母净利润约1.18亿元，同比-21.20%，环比-48.99%。公司每10股拟派发现金红利0.22元(含税)，合计分红4395.05万元，分红率5.49%。
- 高空作业平台规模持续扩张，超额完成考核目标。**23年国内高空作业平台保有量已超60万台，同比增长超25%，行业仍在迅速扩容，公司紧抓行业机遇扩大市占率，23年公司高空作业平台设备管理规模达12.11万台，同比增长55.33%，市占率提升至20%，平均台量出租率达85.31%，稳居国内高空设备租赁第一梯队。公司23年高空作业平台业务营收达到31.07亿元，同比+68.60%，占主营业务收入比重提升至69.92%，毛利率45.57%，同比下降2.65pct，我们认为或系出租价格未明显改善叠加转租模式毛利率或低于重资产模式且规模进一步扩大所致；建筑支护设备业务营收为13.05亿元，同比-7.29%，毛利率49.78%，同比下降3.89pct。公司21-23年营收分别为26.07/32.78/44.44亿元，截至目前均顺利达成21年第一期及第二期期权激励业绩考核。我们认为，高空作业平台行业持续维持高景气叠加公司市占率不断提升，公司业绩高成长性有望维持，公司最新一轮期权激励计划草案已发布，对应24-25年营收增速均需达到35%或归母净利润增速均需达到30%，高业绩增长目标体现出公司较强的业绩增长信心。
- 财务费用率小幅提升，商誉减值影响净利润表现。**23年公司费用率为25.82%，同比-0.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为9.0%/4.0%/1.9%/11.0%，分别同比+0.2pct/-1.4pct/-0.3pct/+1.4pct，财务费用率上升幅度较大或主要系租赁负债及长期应付款增加引起利息支出增加所致。公司23年归母净利润同比+25.19%至8.01亿元，归母净利润率18.02%，子公司经营不达预期影响公允价值变动损益及商誉减值。子公司湖北仁泰、浙江粤顺与浙江恒铝主要从事集成式升降操作平台与铝模板租赁，客群集中在地产链；浙江吉通主要从事基坑施工及维护，下游以基础工程建设为主。受宏观经济环境、房地产投资增速持续下降影响，子公司相关业务需求下滑导致未完成业绩承诺，合计提供业绩补偿1.56亿元，计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融资产，并形成公允价值变动损益。公司另对浙江恒铝与浙江吉通计提商誉减值约1961.14万元，同时公司计提信用减值损失9314.91万元，同比多计提953.87万元，多重因素共同影响业绩表现。
- 渠道+多品类+数字化+轻资产，持续巩固竞争优势。**我们认为，公司高空作业平台租赁龙头竞争优势不断巩固，市占率有望提升，业绩成长性有望加速兑现：
 - 渠道方面，**23年公司新增82个网点，网点总数达274个，其中包含轻资产模式运营主体城投华铁的14个网点。公司继续加密东南沿海网点布局的同时，稳步推进租金价格和出租率双高的西北、西南、云贵区域核心城市的网点布局。此外，公司23年成立海外拓展部积极探索海外市场，现已成功在韩国试点拓展高空作业平台租赁业务，预计24年将产生效益。线上方面，公司通过400电话、小程序、APP等平台开拓线上业务渠道，线上业务渠道共出租设备超2.6万台、创造收入超1.31亿元，同比增长284.17%。

2) 多品类方面，公司持续探索多品类经营，将叉车作为重点拓展品类，叉车潜在客户与高空作业平台存在重叠，且潜在租赁市场空间广阔。公司已完成叉车业务供应链、团队建设及数字化系统调试等前期工作，24 年预计将形成较大运营规模。

3) 数字化方面，公司数字化战略赋能业务运营，同时强化资产管理能力。业务运营层面，公司“擎天系统”上线业务双表模块，包括各类精细化数据看板反馈门店实际经营情况。单合同核算功能则将利润核算的颗粒度细化至合同实时核算，同时财务数字化方面已实现无审核结算单占比 90%，整体对账结算效率提升 80%。资产管理层面，公司重点发力设备全生命周期管理，零配件已实现一物一码精细化管理。公司上线蜂运 APP，对设备调度等流程实现可视化跟踪，并优化物流任务派单。创新应用层面，公司通过“华铁业务协同平台”小程序共享各业务渠道获取的项目信息，在 23 年签订的合同金额已达 2.34 亿元，同比增长 65.17%，进一步强化了各业务协同发展。

4) 轻资产方面，轻资产是公司资产规模实现突破性增长的重要模式，23 年公司轻资产管理设备超 1.9 万台，同比增长 84.15%。其中，合资公司模式下，23 年公司与东阳城投的合作顺利推进，首批设备共计 3400 台、资产总额为 3.3 亿元，目前已全部交付至 14 家轻资产门店并投入运营，剩余 12 亿元设备将在后期逐步落实。转租模式下，公司分别从徐工产联、苏银金租、海蓝集团等公司转租设备近 16000 台，同比增长 51.22%，资产规模超 23 亿元。公司另有合资模式下铜都华铁 15 亿元合作、转租模式下欧力士融资租赁 20 亿元合作、横琴华通 10 亿元合作在手，预计轻资产模式有望助力公司加速规模扩张，同时控制资产负债率。

- **投资建议**：我们认为，公司高空作业平台管理规模持续快速提升，数字化+轻资产+多品类战略持续推进，有望打开第二成长曲线，公司高成长性可期。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 10.43、13.58 和 17.40 亿元，现价对应 PE 分别为 10.49、8.06、6.29 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：租金水平与出租率超预期下降、高空作业平台管理规模扩张不及预期、管理效率提升不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	1,964.32
流通 A 股(百万股):	1,964.32
52 周内股价区间(元):	5.13-6.92
总市值(百万元):	10,941.27
总资产(百万元):	19,221.03
每股净资产(元):	2.81

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,278	4,444	6,030	8,109	10,398
(+/-)YOY(%)	25.8%	35.5%	35.7%	34.5%	28.2%
净利润(百万元)	640	801	1,043	1,358	1,740
(+/-)YOY(%)	28.4%	25.2%	30.3%	30.1%	28.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.36	0.42	0.53	0.69	0.89
毛利率(%)	50.3%	46.5%	45.6%	45.3%	45.2%
净资产收益率(%)	13.9%	14.5%	16.0%	17.4%	18.4%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.53	0.69	0.89
每股净资产	2.81	3.32	3.98	4.82
每股经营现金流	0.99	0.87	0.98	1.25
每股股利	0.02	0.03	0.03	0.04
价值评估(倍)				
P/E	15.24	10.49	8.06	6.29
P/B	2.27	1.68	1.40	1.16
P/S	2.46	1.81	1.35	1.05
EV/EBITDA	8.31	8.74	6.91	5.48
股息率%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	46.5%	45.6%	45.3%	45.2%
净利润率	18.0%	17.3%	16.7%	16.7%
净资产收益率	14.5%	16.0%	17.4%	18.4%
资产回报率	4.2%	4.4%	4.9%	5.3%
投资回报率	7.2%	7.8%	8.6%	9.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	35.5%	35.7%	34.5%	28.2%
EBIT 增长率	26.6%	33.7%	28.7%	25.5%
净利润增长率	25.2%	30.3%	30.1%	28.1%
偿债能力指标				
资产负债率	70.5%	71.6%	71.1%	70.0%
流动比率	0.8	1.2	1.6	1.9
速动比率	0.7	1.2	1.5	1.8
现金比率	0.0	0.4	0.6	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	289.6	289.6	289.6	289.6
存货周转天数	3.4	3.4	3.4	3.4
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	1.2	1.4	1.8	2.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	801	1,043	1,358	1,740
少数股东损益	39	51	67	85
非现金支出	1,520	717	817	918
非经营收益	349	536	645	757
营运资金变动	-764	-638	-954	-1,041
经营活动现金流	1,945	1,710	1,932	2,458
资产	-535	-1,018	-1,017	-1,017
投资	-16	-23	-23	-23
其他	0	28	64	81
投资活动现金流	-551	-1,013	-976	-958
债权募资	511	2,581	2,000	2,000
股权募资	118	3	0	0
其他	-2,075	-614	-774	-924
融资活动现金流	-1,446	1,970	1,226	1,076
现金净流量	-52	2,667	2,181	2,576

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 16 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,444	6,030	8,109	10,398
营业成本	2,377	3,283	4,433	5,700
毛利率%	46.5%	45.6%	45.3%	45.2%
营业税金及附加	15	20	27	35
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	398	543	876	1,196
营业费用率%	9.0%	9.0%	10.8%	11.5%
管理费用	179	241	324	416
管理费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	83	90	122	156
研发费用率%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT	1,333	1,783	2,294	2,880
财务费用	488	561	705	843
财务费用率%	11.0%	9.3%	8.7%	8.1%
资产减值损失	-21	-1	-1	-1
投资收益	-1	28	64	81
营业利润	981	1,277	1,661	2,126
营业外收支	-4	-4	-4	-4
利润总额	976	1,273	1,656	2,122
EBITDA	2,738	2,409	3,021	3,707
所得税	136	178	232	297
有效所得税率%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	39	51	67	85
归属母公司所有者净利润	801	1,043	1,358	1,740

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	85	2,753	4,934	7,510
应收账款及应收票据	3,588	4,779	6,458	8,306
存货	22	31	42	54
其它流动资产	541	626	736	858
流动资产合计	4,237	8,188	12,170	16,728
长期股权投资	831	831	831	831
固定资产	3,849	4,244	4,538	4,732
在建工程	7	8	10	11
无形资产	17	25	33	42
非流动资产合计	14,984	15,396	15,707	15,917
资产总计	19,221	23,584	27,876	32,645
短期借款	919	1,500	1,500	1,500
应付票据及应付账款	1,146	1,582	2,137	2,748
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,475	3,775	4,156	4,577
流动负债合计	5,540	6,857	7,793	8,824
长期借款	789	1,289	1,789	2,289
其它长期负债	7,229	8,729	10,229	11,729
非流动负债合计	8,018	10,018	12,018	14,018
负债总计	13,558	16,875	19,811	22,842
实收资本	1,961	1,964	1,964	1,964
普通股股东权益	5,529	6,524	7,813	9,466
少数股东权益	134	185	252	337
负债和所有者权益合计	19,221	23,584	27,876	32,645

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。