

数字化赋能+“合资”模式轻资产是两大看点，建议关注可转债推进及落地情况

——华铁应急 2022 年业绩点评

核心观点

- **高机租赁板块保持快速增长，回款情况较 1H22 改善明显。** 1) 22 年实现营收/归母净利润 32.78/6.41 亿元，YoY+25.8%/28.7%。2) 三大板块业绩表现不一，高机租赁/建筑支护设备租赁/地下维修维护实现营收 18.43/11.77/2.31 亿元，YoY+69%/-5%/-9%；实现毛利 8.89/6.28/1.27 亿元，YoY+56%/-1%/-7%。3) 尽管 1H22 尤其二季度受到疫情冲击影响对毛利率造成负面影响，但是不改赛道的高景气度的大前提。4) 回款情况较上半年改善明显，22 年经营性现金流 14.05 亿元，同比增加 27.11%，显示出疫情冲击对公司回款效率的负面影响在持续改善。
- **疫情冲击下出租率及租金价格均受到负面影响，但无碍设备保有量快速增长。** 1) 22 年受疫情影响各项经营指标均承压但较上半年改善明显，全年平均出租率 81.14% (1H22 为 75.28%)，YoY-4.53pct；此外，我们测算 2022 年设备平均租金价格同比下滑 5%左右；在此双重负面影响下，高机租赁板块毛利率同比由 52.15%降至 48.22%。2) 截止 22 年末，高机平台设备管理规模近 7.8 万台，全年新增超 3 万台。3) 线下渠道方面，网点达 192 个，较年初增加 42 个；同时公司通过 400 电话、小程序、APP 等平台开拓线上业务渠道，与线下门店形成协同。2022 年线上业务渠道累计出租设备超过 8,000 台，报告期实现收入超 3,000 万元。
- **数字化建设赋能+轻资产模式转型仍是看点，同时建议关注 23 年可转债发行落地。** 1) 22 年公司继续在高机板块推进“转租”轻资产模式，22 年创收 1.82 亿元，YoY+42.92%。目前转租设备超 10000 台，占管理设备总量的 13%。23 年轻资产模式将拓展至合资模式，东阳与贵溪两个项目（合同价值 30 亿+）有望落地设备价值超过 10 亿元。2) 数字化建设方面，擎天系统已实现资产与业务的全生命周期管理。此外公司自主研发 T-box 和 IOT 物联网管理平台，基于 T-box 记录的数据，公司与蚂蚁链合作开发可信高机管理平台，助力轻资产模式发展。3) 随着疫情的逐渐消散，我们预计 23 年高机出租率将稳步回升、价格保持平稳叠加设备保有量的高速增长，业绩有望达到 30%+增速；同时我们建议跟踪可转债的进展及后续落地情况。

盈利预测与投资建议

- 根据最新财报调降营收、调增毛利率/费用率等指标，将 23-24 年归母净利润预测由 9.9/12.6 亿元调整至 8.9/12.1 亿元，新增 25 年预测 16.0 亿元，参考可比公司估值，给予公司 23 年 17.0xPE，对应目标价 10.86 元，维持买入评级。

风险提示

- 高机租金价格下滑超预期，采购不及预期风险，设备出租率低于预期风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,607	3,278	4,726	6,300	8,371
同比增长(%)	71.0%	25.8%	44.2%	33.3%	32.9%
营业利润(百万元)	700	762	1,071	1,479	1,939
同比增长(%)	45.1%	8.8%	40.7%	38.1%	31.1%
归属母公司净利润(百万元)	498	641	886	1,208	1,598
同比增长(%)	54.3%	28.7%	38.2%	36.4%	32.2%
每股收益(元)	0.36	0.46	0.64	0.87	1.15
毛利率(%)	51.6%	50.3%	50.1%	50.2%	49.6%
净利率(%)	19.1%	19.6%	18.8%	19.2%	19.1%
净资产收益率(%)	14.1%	15.5%	17.6%	19.8%	21.2%
市盈率	24.2	18.8	13.6	10.0	7.5
市净率	3.2	2.6	2.2	1.8	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2023年03月31日)	8.67 元
目标价格	10.86 元
52 周最高价/最低价	9.95/5.92 元
总股本/流通 A 股 (万股)	138,757/126,257
A 股市值 (百万元)	12,030
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2023 年 03 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	12.33	3.23	36.77	3.66
相对表现	11.74	3.69	32.14	7.73
沪深 300	0.59	-0.46	4.63	-4.07



证券分析师

孙嘉庚	021-63325888*7041 sunjiageng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080006 香港证监会牌照：BSW114
余斯杰	yusijie@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521120002

相关报告

中报符合预期，行业红利期看好 2H22 业绩	2022-07-26
提速：——华铁应急 1H22 业绩点评	
最艰难时刻已过，依然处于行业红利期：——动态跟踪报告	2022-07-08
盈利现金流亮眼，轻资产和信息化持续推进：——华铁应急 2021 年年报点评	2022-03-31

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023/3/30	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
600984	建设机械	5.98	0.30	-0.03	0.36	0.66	20.07	-177.98	16.70	9.10
300986	志特新材	40.03	1.00	1.27	1.74	2.29	39.90	31.49	23.06	17.46
603338	浙江鼎力	55.16	1.75	2.33	2.81	3.42	31.58	23.64	19.64	16.11
URI.N	联合租赁	386.2	19.14	32.50	40.98	44.06	20.18	11.88	9.42	8.77
AHT.L	Ashtead	60.87	3.07	3.77	4.25	4.71	19.82	16.16	14.31	12.93
	最大值						39.90	31.49	23.06	17.46
	最小值						19.82	-177.98	9.42	8.77
	平均数						26.31	-18.96	16.63	12.87
	调整后平均						24.00	17.00	17.00	13.00

数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所 注：URI 和 Ashtead 股价和 EPS 单位均为美元，股价为 2023/3/29。

风险提示

- 1) 高机租金价格下滑超预期；
- 2) 采购不及预期风险；
- 3) 设备出租率低于预期风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	138	136	189	189	167	营业收入	2,607	3,278	4,726	6,300	8,371
应收票据、账款及款项融资	2,166	2,816	3,587	4,782	6,689	营业成本	1,261	1,630	2,358	3,138	4,219
预付账款	21	21	31	41	54	营业税金及附加	10	10	15	20	26
存货	37	23	34	45	60	销售费用	220	287	414	517	682
其他	215	332	485	593	732	管理费用及研发费用	199	250	361	480	639
流动资产合计	2,577	3,329	4,325	5,650	7,703	财务费用	190	313	450	588	763
长期股权投资	876	890	865	865	865	资产、信用减值损失	77	102	122	147	176
固定资产	2,819	3,047	3,184	3,479	3,964	公允价值变动收益	0	17	0	0	0
在建工程	25	0	18	20	22	投资净收益	18	13	16	16	16
无形资产	9	8	8	7	7	其他	32	45	49	53	57
其他	4,261	7,138	9,885	13,418	17,800	营业利润	700	762	1,071	1,479	1,939
非流动资产合计	7,990	11,084	13,960	17,790	22,658	营业外收入	4	3	3	2	2
资产总计	10,566	14,412	18,285	23,440	30,361	营业外支出	5	6	4	4	4
短期借款	912	919	556	248	202	利润总额	699	759	1,070	1,477	1,937
应付票据及应付账款	877	1,002	1,448	1,928	2,508	所得税	99	75	117	178	219
其他	1,487	2,515	3,278	4,506	5,973	净利润	599	684	953	1,299	1,718
流动负债合计	3,277	4,435	5,282	6,681	8,682	少数股东损益	101	42	67	91	120
长期借款	271	365	365	365	365	归属于母公司净利润	498	641	886	1,208	1,598
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.36	0.46	0.64	0.87	1.15
其他	2,934	4,932	6,954	9,410	12,612						
非流动负债合计	3,205	5,297	7,318	9,774	12,977	主要财务比率					
负债合计	6,482	9,732	12,601	16,456	21,659		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	375	104	170	261	381	成长能力					
实收资本(或股本)	903	1,388	1,388	1,388	1,388	营业收入	71.0%	25.8%	44.2%	33.3%	32.9%
资本公积	1,352	1,208	1,259	1,259	1,259	营业利润	45.1%	8.8%	40.7%	38.1%	31.1%
留存收益	1,454	1,981	2,867	4,076	5,674	归属于母公司净利润	54.3%	28.7%	38.2%	36.4%	32.2%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,085	4,680	5,684	6,984	8,702	毛利率	51.6%	50.3%	50.1%	50.2%	49.6%
负债和股东权益总计	10,566	14,412	18,285	23,440	30,361	净利率	19.1%	19.6%	18.8%	19.2%	19.1%
						ROE	14.1%	15.5%	17.6%	19.8%	21.2%
						ROIC	13.6%	14.5%	17.1%	19.4%	20.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	61.3%	67.5%	68.9%	70.2%	71.3%
净利润	599	684	953	1,299	1,718	净负债率	43.4%	54.1%	45.6%	44.6%	46.6%
折旧摊销	(42)	234	280	317	375	流动比率	0.79	0.75	0.82	0.85	0.89
财务费用	190	313	450	588	763	速动比率	0.78	0.75	0.81	0.84	0.88
投资损失	(18)	(13)	(16)	(16)	(16)	营运能力					
营运资金变动	(47)	(244)	(225)	(451)	(988)	应收账款周转率	1.5	1.3	1.5	1.5	1.5
其它	422	432	(10)	(1)	(6)	存货周转率	45.5	54.0	83.0	80.1	80.5
经营活动现金流	1,105	1,405	1,433	1,737	1,847	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	1,552	(414)	(426)	(611)	(861)	每股指标(元)					
长期投资	(182)	(201)	25	0	0	每股收益	0.36	0.46	0.64	0.87	1.15
其他	(1,974)	(86)	(2,716)	(3,513)	(4,358)	每股经营现金流	1.22	1.01	1.03	1.25	1.33
投资活动现金流	(603)	(701)	(3,116)	(4,124)	(5,219)	每股净资产	2.67	3.30	3.97	4.84	6.00
债权融资	(505)	1,157	587	989	1,316	估值比率					
股权融资	(124)	341	51	0	0	市盈率	24.2	18.8	13.57	10.0	7.5
其他	131	(2,196)	1,098	1,397	2,035	市净率	3.2	2.6	2.2	1.8	1.4
筹资活动现金流	(498)	(698)	1,737	2,387	3,351	EV/EBITDA	16.9	10.9	7.9	6.0	4.7
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.1	13.3	9.4	6.9	5.3
现金净增加额	4	5	54	(0)	(22)						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。