

# 华铁应急 (603300.SH)

## 建筑安全设备租赁龙头，迈入高成长赛道

**建筑安全设备租赁领军企业，持续布局高景气赛道。**公司为我国建筑安全设备租赁龙头，支护设备规模位列中国基建物资租赁承包协会会员首位，规模优势突出。年初以来，公司大力开拓增长潜力大的高空作业平台（AWP）租赁业务，切入地铁及深坑维修养护市场，并剥离融资租赁及商业保理以聚焦设备租赁主业，未来随着建筑安全设备租赁业务持续稳健增长，AWP租赁、深基坑维修养护业务放量，公司有望进入快速成长期。

**建筑安全设备租赁行业供给结构改善，公司盈利能力明显提升。**近年来，基建行业减速、去杠杆、民企利率上行及营改增等因素，促使建筑安全设备租赁行业小企业不断退出，龙头企业市占率提升。在供给结构优化后，公司作为行业龙头享受到了租赁服务价格上行，2019Q1-3营收稳健增长24%，业绩触底回升大幅增长201%，盈利能力明显提升。

**高空作业平台市场空间广阔，租赁龙头有望快速成长。**AWP具有经济性 & 安全性优势，当前我国AWP渗透率显著低于欧美发达国家，未来发展空间大。AWP终端用户因使用频率不高，往往倾向于租赁而非购买，因此对于AWP租赁商来说天然面临较好的市场需求。同时AWP租赁公司采购规模大，对于厂商话语权强，可获得厂商较大资金支持，因此租赁商为AWP产业链核心受益方。年初以来，公司通过全资子公司大黄蜂持续大规模采购及布点AWP租赁业务，不断摊低运输和人员成本，目前已开设超40家门店，覆盖全国重点区域，有望持续受益AWP租赁需求高增长。

**打造全国综合性租赁平台，非公开发行助力提升先发优势。**未来公司利用全国布局网点，以高空作业平台作为引流产品，带动皮卡、发电机等产品的高毛利租赁业务，并有望将网点向第三方设备拥有方开放，打造全国综合性租赁平台，具有较大想象空间。近期公司公告定增预案拟募资不超过10亿元，其中7亿用于AWP租赁服务能力升级扩建项目，如若顺利实施，有望助力公司加快拓展AWP市场份额及综合租赁平台建设，进一步提升先发优势。

**投资建议：**我们预测19/20/21年公司归母净利润分别为2.8/4.0/5.2亿元，EPS分别为0.41/0.59/0.77元，当前股价对应PE分别为17.4/12.1/9.3倍，鉴于公司占据有利赛道，当前成长性良好，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**建筑行业景气度下行风险，高空作业平台租赁业务拓展不及预期风险，大股东持股比例偏低风险等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	694	888	1,323	1,731	2,258
增长率 yoy (%)	44.8	28.0	49.1	30.8	30.5
归母净利润(百万元)	32	-29	280	400	520
增长率 yoy (%)	-40.7	-189.5	1071.8	43.1	30.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.05	-0.04	0.41	0.59	0.77
净资产收益率 (%)	4.5	3.3	15.8	18.7	19.6
P/E (倍)	151.1	-168.9	17.4	12.1	9.3
P/B (倍)	4.27	3.29	2.77	2.27	1.83

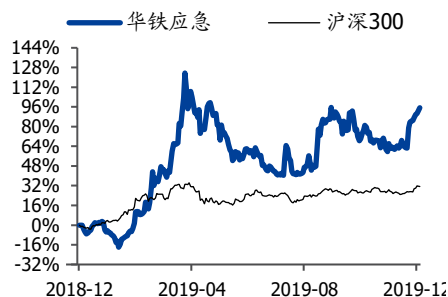
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	建筑服务
最新收盘价	7.15
总市值(百万元)	4,862.59
总股本(百万股)	680.08
其中自由流通股(%)	93.57
30日日均成交量(百万股)	9.36

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

##### 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



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2518	2043	669	1570	1426
现金	271	88	265	346	452
应收账款	429	600	61	804	325
其他应收款	131	80	0	87	26
预付账款	3	5	7	9	11
存货	3	5	7	13	15
其他流动资产	1681	1263	329	311	597
<b>非流动资产</b>	3135	4038	2934	3334	4085
长期投资	0	56	94	138	180
固定投资	902	1278	1768	2605	2893
无形资产	5	5	5	4	4
其他非流动资产	2228	2699	1067	587	1007
<b>资产总计</b>	5653	6081	3602	4904	5510
<b>流动负债</b>	1617	1920	1216	1951	2174
短期借款	924	1002	883	1283	1423
应付账款	87	115	300	414	640
其他流动负债	606	803	33	254	111
<b>非流动负债</b>	546	139	53	40	28
长期借款	111	60	48	36	24
其他非流动负债	435	79	5	4	4
<b>负债合计</b>	2163	2059	1270	1990	2203
少数股东权益	2351	2545	32	43	75
股本	405	485	680	680	680
资本公积	346	818	624	624	624
留存收益	388	359	615	987	1499
归属母公司股东收益	1139	1478	2301	2871	3233
<b>负债和股东权益</b>	5653	6081	3602	4904	5510

**现金流表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	-1125	379	474	657	866
净利润	158	133	283	409	537
折旧摊销	96	97	131	195	258
财务费用	56	58	58	60	73
投资损失	-4	-2	-3	-4	-3
营运资金变动	-1490	-141	0	0	0
其他经营现金流	58	235	6	-2	1
<b>投资活动净现金流</b>	-317	-669	-498	-890	-806
资本支出	210	655	508	857	308
长期投资	-128	-50	-38	-43	-42
其他投资现金流	-235	-64	-27	-77	-540
<b>筹资活动净现金流</b>	1013	102	-583	-86	-94
短期借款	439	78	0	0	0
长期借款	-52	-51	-12	-12	-12
普通股增加	0	80	195	0	0
资本公积增加	0	472	-194	0	0
其他筹资现金流	626	-477	-571	-74	-82
<b>现金净增加额</b>	-429	-187	-606	-319	-34

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	694	888	1323	1731	2258
营业成本	237	265	540	857	1159
营业税金及附加	4	5	7	9	12
营业费用	74	79	184	138	176
管理费用	44	40	130	59	68
财务费用	56	58	58	60	73
资产减值损失	75	238	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	2	3	4	3
<b>营业利润</b>	222	222	384	579	744
营业外收入	3	1	7	5	4
营业外支出	2	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	223	219	389	582	745
所得税	65	87	106	174	209
<b>净利润</b>	158	133	283	409	537
少数股东收益	126	161	3	8	16
<b>归属母公司净利润</b>	32	-29	280	400	520
EBITDA	374	378	574	835	1075
EPS (元/股)	0.05	-0.04	0.41	0.59	0.77

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	44.8	28.0	49.1	30.8	30.5
营业利润 (%)	53.2	-0.4	73.1	50.9	28.4
归属母公司净利润 (%)	-40.7	-189.5	1071.8	43.1	30.0
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	65.8	70.1	59.2	50.5	48.7
净利率 (%)	4.6	-3.2	21.1	23.1	23.0
ROE (%)	4.5	3.3	15.8	18.7	19.6
ROIC (%)	6.2	5.5	11.9	12.9	14.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	38.3	33.9	35.2	40.6	40.0
净负债比率 (%)	50.3	37.4	38.2	45.2	37.0
流动比率	1.6	1.1	0.5	0.8	0.7
速动比率	0.5	0.4	0.3	0.6	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.7	1.7	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	2.8	2.6	2.6	2.4	2.2
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.05	-0.04	0.41	0.59	0.77
每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.65	0.56	0.70	0.97	1.27
每股净资产 (最新摊薄)	1.68	2.17	2.58	3.15	3.91
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	151.1	-168.9	17.4	12.1	9.3
P/B	4.3	3.3	2.8	2.3	1.8
EV/EBITDA	24.0	23.6	9.7	7.1	5.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 公司简介：建筑安全设备租赁行业领军企业.....	5
1.1. 历史沿革及股权结构.....	5
1.2. 主营业务：大力开拓高空作业平台，聚焦设备租赁.....	5
1.3. 财务概况：营收延续稳健增长，业绩与盈利能力触底回升.....	8
2. 行业分析：建筑设备租赁行业稳步发展，高空作业平台市场具有爆发力.....	9
2.1. 建筑设备租赁行业稳步发展，行业供给侧结构持续优化.....	9
2.2. 高空作业平台市场具有爆发力，租赁龙头为产业链的核心受益方.....	10
2.2.1. 高空作业平台优势突出，是提升作业效率、保障工人安全的行业趋势.....	10
2.2.2. 全球高空作业平台保有量已达150万台，欧美是主要市场.....	11
2.2.3. 我国高空作业平台人均保有量及产品渗透率都偏低，行业发展潜力大.....	12
2.3. 对标“美国联合租赁”，国内设备租赁巨头呼之欲出.....	14
3. 公司分析：钢支撑业务有望量价齐升，AWP租赁业务成长性良好.....	16
3.1. 受益于设备租赁行业稳健增长供给优化，钢支撑业务盈利持续改善.....	16
3.2. 高空作业平台租赁业务有望展现高成长性.....	17
3.3. 吉通地空建筑技术领先，发力地铁、隧道地下管廊等维修养护广阔市场.....	18
3.4. 尝试打造全国综合性租赁平台，对标租赁巨头“美国联合租赁”.....	19
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	20
4.1. 收入业绩拆分预测.....	20
4.2. 投资建议：鉴于公司当前成长性良好，给予“买入”评级.....	21
5. 风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程及历史沿革.....	5
图表 2: 公司股权结构图.....	5
图表 3: 2013-2018 年公司业务收入占比.....	6
图表 4: 2019H1 公司业务收入占比.....	6
图表 5: 钢支撑类设备展示图.....	6
图表 6: 钢便桥类设备展示图.....	6
图表 7: 公司高空作业平台产品介绍.....	7
图表 8: 高空作业平台应用场景一.....	7
图表 9: 高空作业平台应用场景二.....	7
图表 10: 浙江吉通地空建筑施工项目案例.....	7
图表 11: 公司历年营业收入及增速.....	8
图表 12: 公司历年归母净利润及增速.....	8
图表 13: 公司历年毛利率及净利率.....	9
图表 14: 公司历年期间费用率.....	9
图表 15: 建筑安全支护设备租赁业规模估算表.....	9
图表 16: 高空作业机械总体分类.....	10
图表 17: 高空作业平台的优势.....	10
图表 18: 高空作业平台示意图.....	11
图表 19: 脚手架示意图.....	11
图表 20: 2018 年全国房屋市政工程生产安全事故类型划分.....	11
图表 21: 美国和欧洲十国租赁市场高空作业平台保有量（万台）.....	12

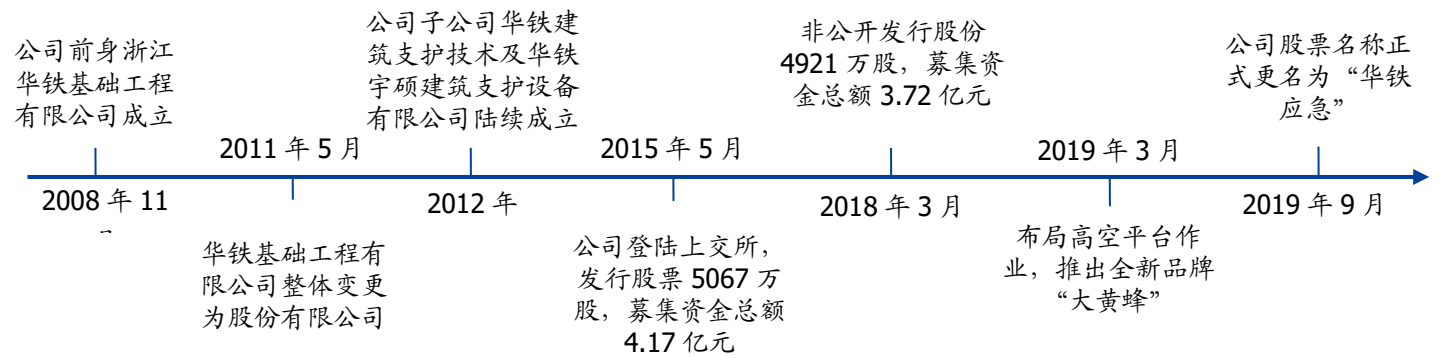
图表 22: 美国高空作业平台租赁收入及增速 .....	12
图表 23: 欧洲十国高空作业平台租赁收入及增速 .....	12
图表 24: 我国高空作业平台租赁商数量 .....	13
图表 25: 我国高空作业平台销售量 .....	13
图表 26: 2018 年我国高空作业平台人均保有量、国内渗透率与国际对比 .....	13
图表 27: 我国高空作业平台设备平均出租率 .....	14
图表 28: 美国联合租赁公司租赁设备构成 .....	14
图表 29: 美国联合租赁营业收入及增速 .....	15
图表 30: 美国联合租赁净利润及增速 .....	15
图表 31: 美国联合租赁公司历史股价走势 .....	15
图表 32: 美国联合租赁公司历史 PE .....	15
图表 33: 公司历年钢支撑租赁业务收入及增速 .....	16
图表 34: 公司传统细分业务毛利率对比 .....	16
图表 35: 公司历年营收构成 .....	16
图表 36: 公司 2018 年各业务营业收入 .....	17
图表 37: 公司 2018 年各业务毛利率 .....	17
图表 38: 公司主要经营模式 .....	17
图表 39: 公司 2019 年非公开发行股票募集资金投向 (万元) .....	18
图表 40: 吉通地空建筑 GI-130C 搅拌机 .....	19
图表 41: 吉通地空建筑 IMS 工法施工图 .....	19
图表 42: 吉通地空建筑历年营业收入及增速 .....	19
图表 43: 吉通地空建筑历年归母净利润及增速 .....	19
图表 44: 公司分业务营收预测 (百万元) .....	20
图表 45: 公司分业务毛利率预测 .....	20
图表 46: 可比公司估值表 .....	21

## 1. 公司简介：建筑安全设备租赁行业领军企业

### 1.1. 历史沿革及股权结构

公司成立于2008年，主要从事钢支撑类、贝雷类及脚手架类支护设备的租赁业务。2015年上市后，公司已形成涵盖高空作业平台、止水防水设备、应急钢便桥、地铁施工设备、定制化铝膜等租赁产品及服务体系，产品广泛服务于建筑维护后服务市场、应急救援、施工安全等领域。

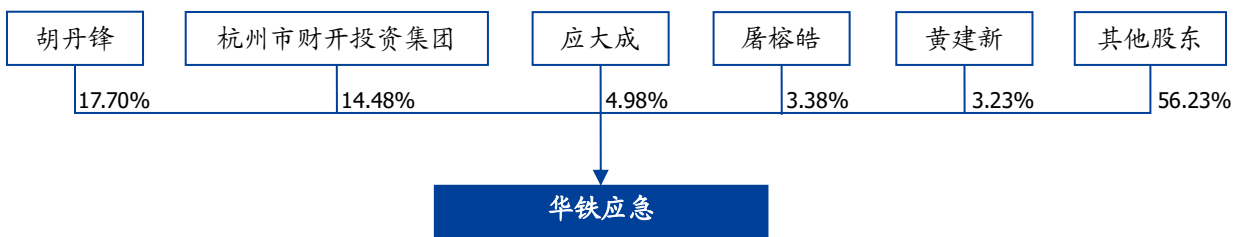
图表 1: 公司发展历程及历史沿革



资料来源：公司官网、公司公告，国盛证券研究所

公司股权结构较为分散。公司董事长、控股股东及实际控制人胡丹锋先生持有公司股份1.20亿股，股权比例为17.7%；第二大股东杭州市财开投资集团为杭州市国有企业，持有公司股份比例为14.5%，其他股东持股比例均未超过5%，整体股权相对分散。

图表 2: 公司股权结构图

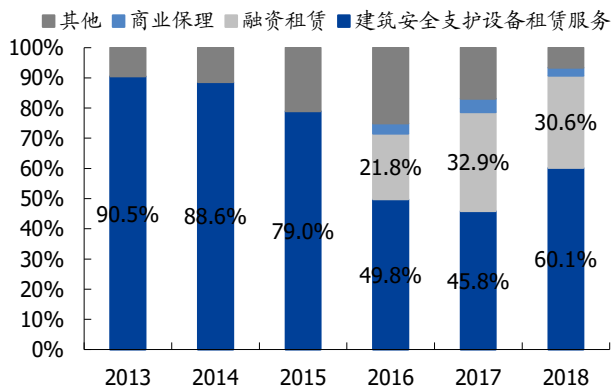


资料来源：Wind、公司公告，国盛证券研究所

### 1.2. 主营业务：大力开拓高空作业平台，聚焦设备租赁

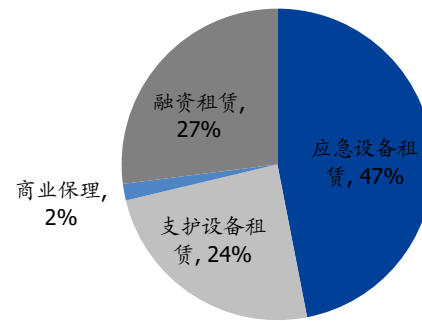
建筑安全支护设备租赁服务是公司核心业务。公司主营业务为建筑安全支护设备租赁业务，按照所供租赁的支护设备种类分为钢支撑类、脚手架类、贝雷类以及钢便桥类租赁。2018年，建筑安全支护设备租赁/融资租赁/商业保理业务分别占主营业务收入比例60%/31%/3%。2019年公司大力发展高空作业平台业务，布局建筑维修养护领域，进一步扩大在建筑设备租赁的市场占有率。

图表 3: 2013-2018 年公司业务收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 2019H1 公司业务收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**建筑安全支护设备规模优势突出, 全国业务网点布局广泛。**截至 2018 年末, 公司支护设备规模在中国基建物资租赁承包协会的会员中处于首位, 钢支撑支护设备的拥有量居全国第一, 规模优势突出。截至目前, 公司已在北京、郑州、南京、杭州、福州、深圳、武汉、长沙、南宁、成都等全国重点城市地设立业务网点, 业务范围覆盖了全国 26 个省市, 业务网点布局广泛。

图表 5: 钢支撑类设备展示图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 6: 钢便桥类设备展示图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**设立全资子公司浙江大黄蜂, 大力开拓高空作业平台 (AWP)。**2019 年 3 月, 公司设立全资子公司浙江大黄蜂建筑机械设备有限公司, 以开展高空作业平台租赁业务。高空作业平台多用于建筑外墙围护、外墙布展以及场馆建设, 具备施工效率高、作业速度快、安全性好、节能环保等优点, 在国内进入快速发展阶段。目前浙江大黄蜂在全国重点区域全覆盖, 开设超 40 家门店。截至 2019 年 9 月末, 浙江大黄蜂已实现营业收入 0.34 亿元, 净利润 0.05 亿元。

图表7: 公司高空作业平台产品介绍

产品介绍	具体内容
主要产品	臂式（直臂式、曲臂式）、剪叉式
施工高度	2m-45m
技能	将作业人员、工具、材料等通过作业平台举升到指定位置进行各种安装、维修操作，并为作业人员提供安全保障
优势	施工效率高、作业速度快、高空作业安全性好、节能环保等

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表8: 高空作业平台应用场景一



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表9: 高空作业平台应用场景二



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**收购浙江吉通 51%股权, 开拓地铁及深坑维修养护市场。** 今年公司收购了浙江吉通地空建筑 51%股权, 其业务为地铁、隧道、城市管廊、地下商业、地下停车场等大型基础设施地下空间的安全施工及后期维修、维护提供一站式解决方案, 助力公司加快布局以对既有建筑的改造维修为主的建筑市场领域, 开拓地铁及深坑维修养护市场。

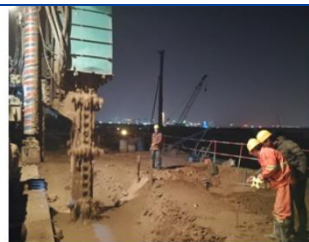
图表10: 浙江吉通地空建筑施工项目案例



武汉中心书城项目基坑支护工程



我司承建钱江世纪城G-02地...



郑州龙湖金融中心项目



华润国际社区B地块超深基坑...



杭州地铁一号线萧山机场站TR...



杭州市之浦路提升改造工程



九江八里湖新区地下综合管廊...



杭州恒大水晶城国际广场商业...

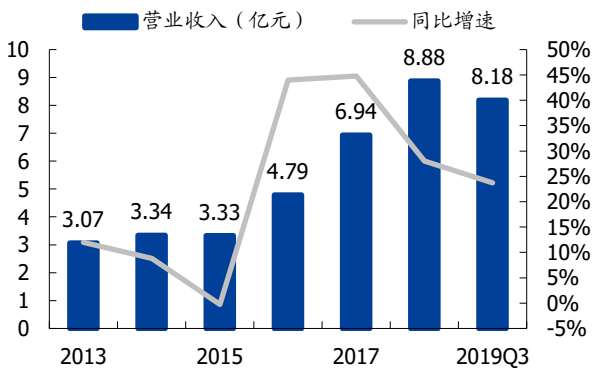
资料来源: 吉通地空建筑官网, 国盛证券研究所

剥离华铁租赁，未来聚焦设备租赁业务。公司融资租赁业务主要通过子公司浙江华铁融资租赁以及天津华铁融资租赁经营，运营方式分为售后回租和直接租赁，其中售后回租是公司的主要经营模式。2019年9月，公司公告将其在华铁租赁股东会中表决权比例降低至20%，华铁租赁不再纳入公司合并报表范围，未来公司将经营重心聚焦于主业设备租赁。

### 1.3. 财务概况：营收延续稳健增长，业绩与盈利能力触底回升

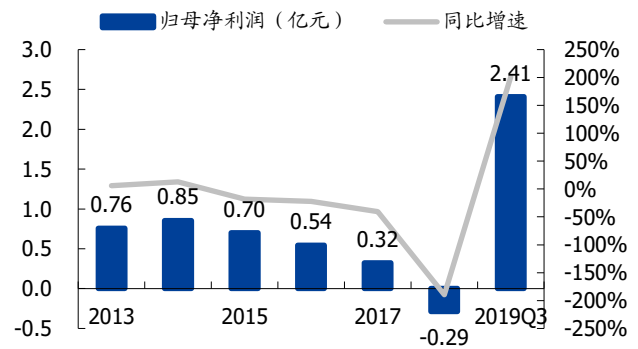
2018年公司实现营业收入8.88亿元，同比稳健增长28.0%，实现归母净利润-0.29亿元，业绩亏损主要系开展云计算服务器租赁业务的子公司华铁恒安计提固定资产减值1.50亿元所致。2019年公司将华铁恒安剥离，前三季度实现营业收入8.18亿元，同比增长23.7%，实现业绩2.41亿元，同比大幅增长201.1%。

图表 11: 公司历年营业收入及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 12: 公司历年归母净利润及增速

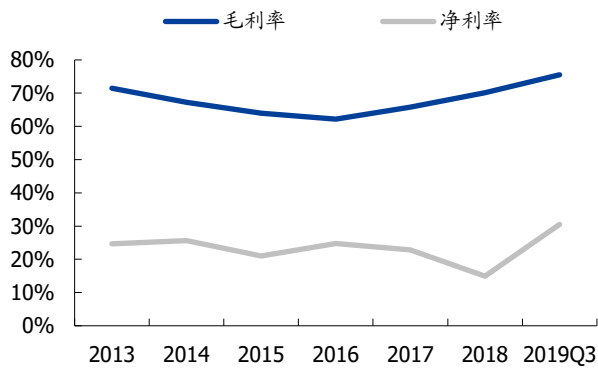


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

毛利率持续提升，净利率触底回暖，规模效应下期间费用率持续下降。受益于行业供给端优化，行业龙头利润率不断提升，公司主营租赁业务毛利率持续提升，2019年Q1-3毛利率达到75.5%，较去年同期提升6.8个pct；净利率达到30.5%，同比提升8.1个pct。期间费用率方面，随着公司规模持续扩张，整体向下趋势明显。2018年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别8.9%/6.4%/6.5%，较17年变动-1.8/0/-1.5个pct；2019年前三季度销售费用率/管理费用率/财务费用率分别9.7%/8.1%/7.1%，较去年同期有所增长。

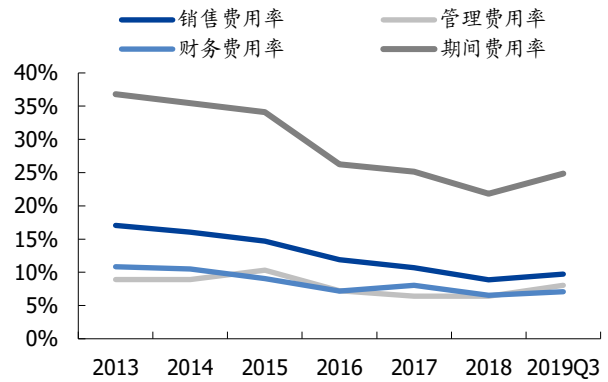


图表 13: 公司历年毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 公司历年期间费用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2. 行业分析: 建筑设备租赁行业稳步发展, 高空作业平台市场具有爆发力

### 2.1. 建筑设备租赁行业稳步发展, 行业供给侧结构持续优化

建筑设备租赁行业前景广阔, 服务于庞大存量市场, 具有良好前景。从构成上来说, 与建筑业相关的租赁主要包括工程机械租赁和建筑安全支护设备租赁。由于建筑安全支护设备租赁业归属于租赁和商务服务业, 因此可以采用租赁和商务服务业增加值占国内生产总值的比例来推算各年度对应建筑业的租赁业的租赁额。

估算的公式为:  $\text{对应建筑业的租赁额} \approx \text{工程机械租赁额} + \text{建筑安全支护设备租赁额} \approx \text{建筑业总产值} \times (\text{租赁和商务服务业增加值} \div \text{国内生产总值})$

2012 年以来建筑安全支护设备租赁业规模复合增速约 14%, 占建筑业产值的比呈提升趋势。2018 年随着建筑行业规模增速的放缓, 相关设备租赁行业规模增速也有所放缓, 但 2012 年以来行业符合增速仍有 14%, 景气度仍高。同时, 建筑安全支护设备租赁业规模占建筑业总产值的比呈逐年上升的趋势, 截至 2018 年已提升至 2.7%。

图表 15: 建筑安全支护设备租赁业规模估算表

年份	单位	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
租赁和商务服务业产值	亿元	11248	13335	15276	17112	19483	21888	24427
国内生产总值	亿元	538580	592963	641281	685993	740061	820754	919281
建筑业总产值	亿元	137218	160366	176713	180757	193567	213944	235086
对应建筑业的租赁额	亿元	2866	3606	4210	4509	5096	5705	6247
同比增速	--		25.8%	16.7%	7.1%	13.0%	12.0%	9.5%
占建筑业产值的比	--	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%

资料来源: Wind, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

近年来, 基建行业减速、去杠杆、民企利率上行及营改增等因素, 促使建筑设备租赁行业小公司不断退出, 龙头市占率提升, 行业供给侧结构持续优化。

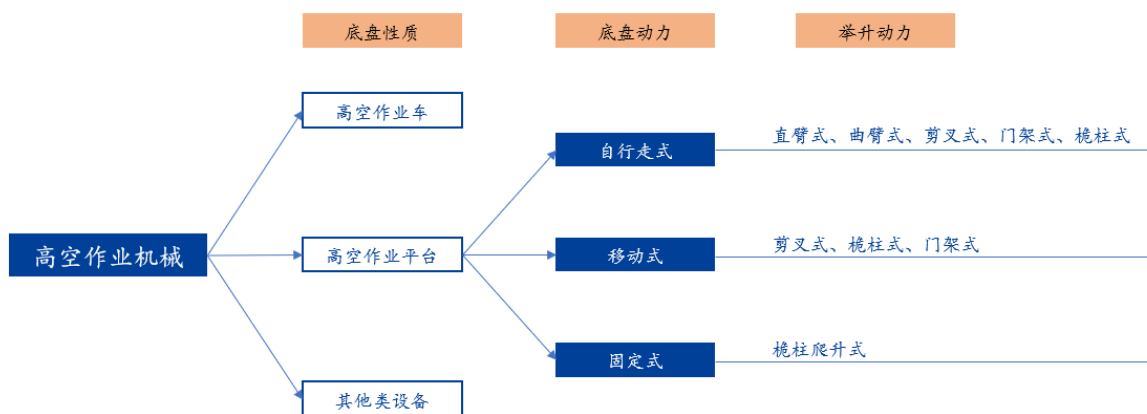
## 2.2. 高空作业平台市场具有爆发力，租赁龙头为产业链的核心受益方

### 2.2.1. 高空作业平台优势突出，是提升作业效率、保障工人安全的行业趋势

高空作业平台是一种新型登高作业设备，可替代吊篮、脚手架等传统登高机械，能大幅提高高空作业的安全性及作业效率，广泛用于建筑施工、钢结构安装、室内外装修、建筑物幕墙清洗、仓库、超市、大型设备制造、机场、车站、大型展馆。

**高空作业平台可以按不同的应用需求进行定制：**根据高空作业平台的底盘是否自带行驶动力可以将其分为自行走式高空作业平台和移动式高空作业平台；进一步根据底盘行驶机构来看，自行走式还可以细分为轮式自行走、履带式自行走等。除了上述带底盘的高空作业平台，还有一种固定使用的桅柱爬升式高空作业平台，它在使用过程中和施工对象锚定，并在建筑施工的整个过程中提供较长期的高空到达能力。

图表 16: 高空作业机械总体分类



资料来源：浙江鼎力招股说明书，国盛证券研究所

**提升效率，降低人工成本。**高空作业平台可以通过灵活的机械构造让施工人员轻松抵达作业点，同时底盘构造也较为灵活，可以满足各类移动需求。全球高空作业平台 Genie 公司曾用对比实验的方式，测试了高空作业平台与传统脚手架作业方法的作业效率和人员成本，结果发现：1) 在墙面清洁方面，高空作业平台效率提升 80%，人工减少 50%；2) 在立柱喷绘方面，高空作业平台效率提升 50%，人工减少 50%；3) 在照明检修方面，高空作业平台效率提升 149%，人工减少 50%；4) 正狭窄区域照明检修方面，高空作业平台可以轻松做到，但传统脚手架则无法完成。

图表 17: 高空作业平台的优势

项目	耗时与人工	剪叉式自行式高空作业平台	脚手架作业平台	高空作业平台优势优势
墙面清洁	耗时	1 小时 43 分	3 小时 6 分	效率提升 80%
	人工	2 人	4 人	人工减少 50%
立柱喷绘	耗时	2 小时 21 分	3 小时 32 分	效率提升 50%
	人工	2 人	4 人	人工减少 50%
照明检修	耗时	20 分钟	49 分钟	效率提升 149%
	人工	2 人	4 人	人工减少 50%
狭窄区域照明检修	耗时	5 分	无法完成	
	人工	1 人	无法完成	

资料来源：Genie，国盛证券研究所

图表 18: 高空作业平台示意图



资料来源: 电商平台, 国盛证券研究所

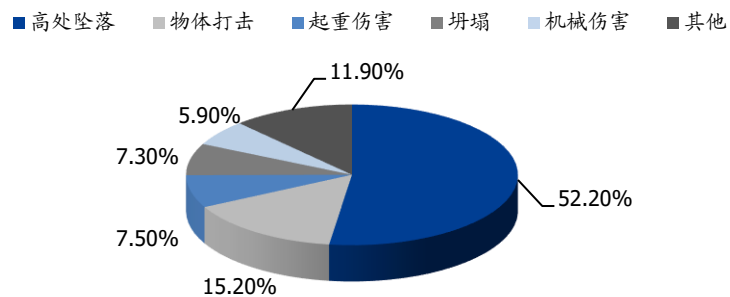
图表 19: 脚手架示意图



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

除了降低成本、效率提升的优势外, 高空作业平台的优势还重点体现在安全性上, 保障施工人员生命财产安全。传统的脚手架等设备往往需要工人在逼仄的空间内频繁地上下操作, 使高空坠落成为行业的重要隐患。据住建部统计, 2018年, 全国房屋市政工程生产安全事故按照类型划分, 高处坠落事故 383 起, 占总数的 52.2%, 是安全事故占比最大的部分。而高空作业平台作为大型机械设备, 可将人员或物品放置在工作篮中, 工作平台始终保持水平, 安全性高。

图表 20: 2018 年全国房屋市政工程生产安全事故类型划分

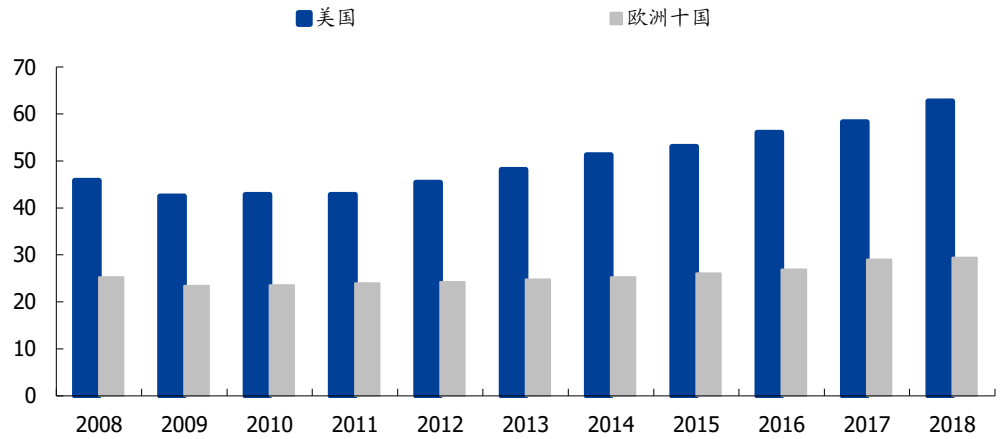


资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

### 2.2.2. 全球高空作业平台保有量已达 150 万台, 欧美是主要市场

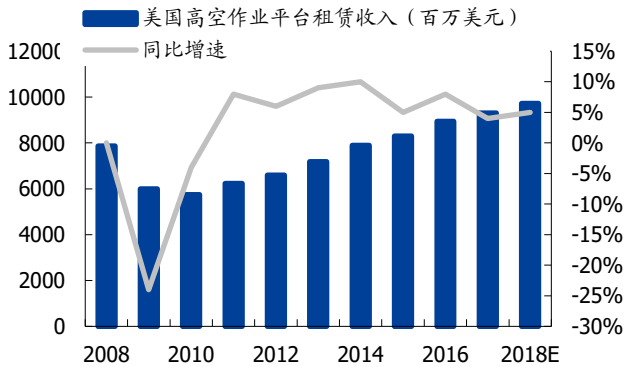
全球高空作业平台保有量已达 150 万台, 整体呈稳健增长趋势, 其中欧美地区是最主要的市场。根据 IPAF (国际高空作业平台联盟) 旗下杂志《Access International》数据统计, 2017 年全球租赁市场高空作业平台保有量约 135 万台, 同比增速约 15.4%; 2018 年全球租赁市场高空作业平台保有量 147 万台, 同比增长约 8.9%; 2019 年上半年保有量近 150 万台, 保持稳健增长。分地区看, 美国是全球最大的高空作业平台消费市场, 其次欧洲。2018 年美国租赁市场高空作业平台保有量约 62.7 万台, 占比约 42.65%, 欧洲十国保有量约 29.4 万台, 占比约 20%。

图表 21: 美国和欧洲十国租赁市场高空作业平台保有量(万台)



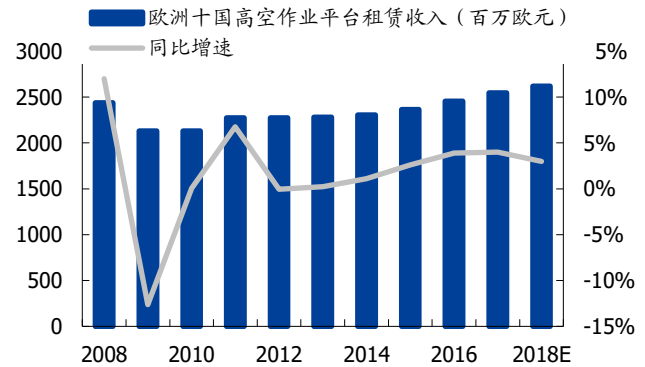
资料来源: IPAF, 国盛证券研究所

图表 22: 美国高空作业平台租赁收入及增速



资料来源: IPAF, 国盛证券研究所

图表 23: 欧洲十国高空作业平台租赁收入及增速



资料来源: IPAF, 国盛证券研究所

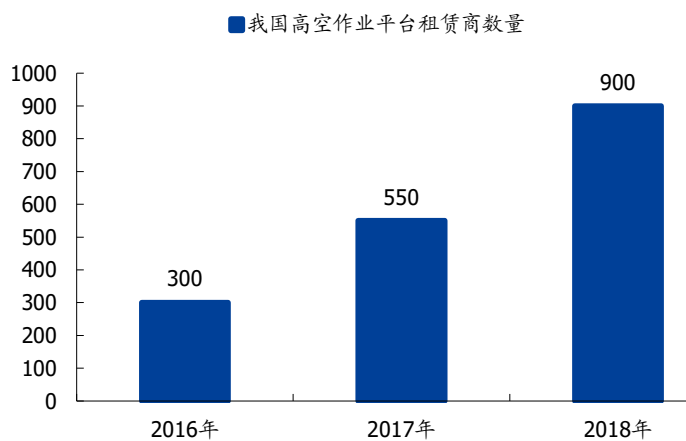
### 2.2.3. 我国高空作业平台人均保有量及产品渗透率都偏低, 行业发展潜力大

国内高空作业平台起步晚, 认识度不高, 仍处早期发展阶段。我国高空作业平台产品没有被广泛应用, 大量高空作业仍以使用脚手架为主, 或以叉车替代, 少数情况下甚至用起重机顶部安装一个平台框来达到高空作业的目的, 其原因在于国内高空作业平台发展较晚, 国内市场对行业认识度不高, 相关法律法规也不健全, 客观上阻碍了行业的发展壮大。

国内高空作业平台保有量和渗透率明显低于海外地区, 成长空间大:

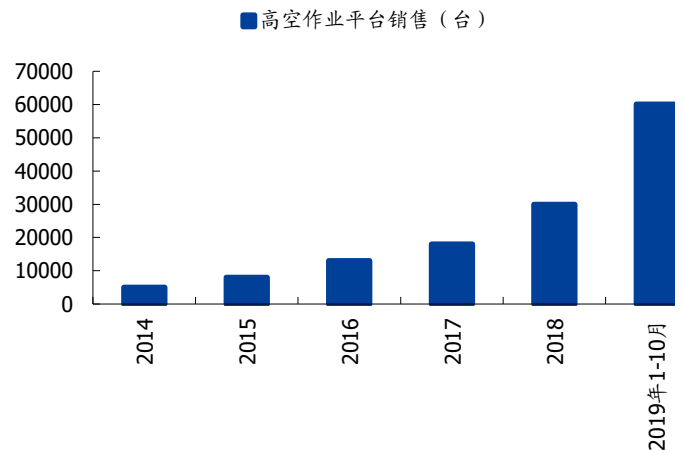
- 1) 从高空作业平台租赁市场保有量来看, 2018年我国租赁高空作业平台保有量约9万台, 而欧美租赁设备市场保有量超过90万台高空作业平台, 为我国的10倍;
- 2) 从人均保有量来看, 美国、欧洲十国高空作业平台人均保有量分别约为19台/万人、8台/万人, 远高于中国人均保有量的0.7台/万人;
- 3) 从产品渗透率来看, 美国、欧洲十国高空作业平台产品渗透率(设备台数与GDP之比)约3.0台/亿美元、1.9台/亿美元, 高于中国产品渗透率0.7台/亿美元。对标欧美成熟市场, 无论从总保有量、人均保有量还是产品渗透率来看, 中国高空作业平台市场潜力大, 未来至少还有5-10倍成长空间。

图表 24: 我国高空作业平台租赁商数量



资料来源: 公司公告, 精英智汇, 国盛证券研究所

图表 25: 我国高空作业平台销售量



资料来源: 产业信息网, 中国工程机械工业协会装修与高空作业机械分会, 国盛证券研究所

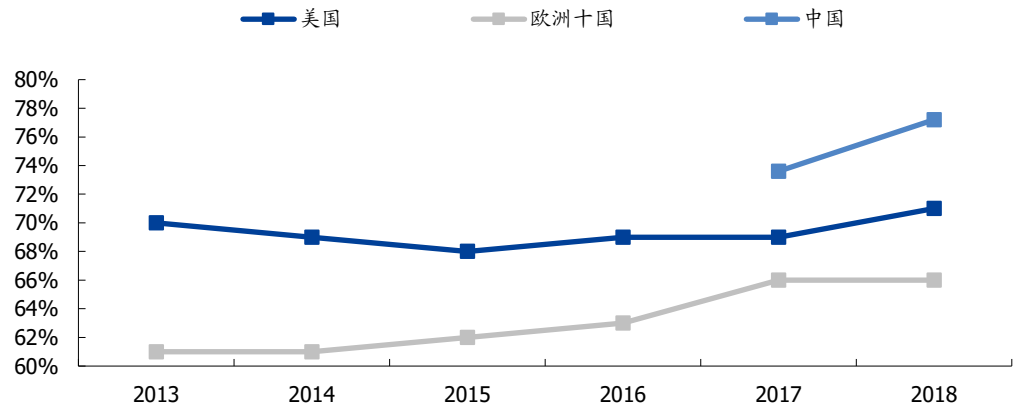
图表 26: 2018 年我国高空作业平台人均保有量、国内渗透率与国际对比

项目	美国	欧洲十国	中国
2018 年保有量 (万台)	62.7	29.4	9.5
2018 年人口 (万人)	32717	36594	139273
2018 年 GDP (亿美元)	205803	157422	128616
人均保有量 (台/万人)	19.2	8.0	0.7
设备台数/GDP (台/亿美元)	3.0	1.9	0.7

资料来源: Wind, IPAF, 国盛证券研究所

国内设备租赁市场行业景气度高, 出租率明显高于国际市场。受益行业市场需求旺盛, 我国高空作业租赁市场快速增长。从高空作业平台租赁商数量来看, 我国高空作业平台数量近年来快速攀升, 迅速从 2016 年的 300 家左右增长至 2018 年的超 900 家。据立木信息咨询发布的《中国高空作业设备租赁行业调研与投资前景报告(2019 版)》显示: 2013-2017 年, 国内高空作业平台销量年均增速约为 40%, 2017 年增速达到 50%, 行业销量约为 1.7 万-1.8 万台, 2018 年行业销量超过 3 万台, 预计 2019 年销量超过 4.5 万台, 行业处于快速成长期。此外, 从设备平均出租率看, 我国设备平均出租率 2018 年约 77.20%, 远高于美国的 71% 和欧洲十国的 66%。

图表 27: 我国高空作业平台设备平均出租率



资料来源: IPAF, 精英智汇, 国盛证券研究所, 注: 美国和欧洲十国的数据为时间使用率

### 2.3. 对标“美国联合租赁”，国内设备租赁巨头呼之欲出

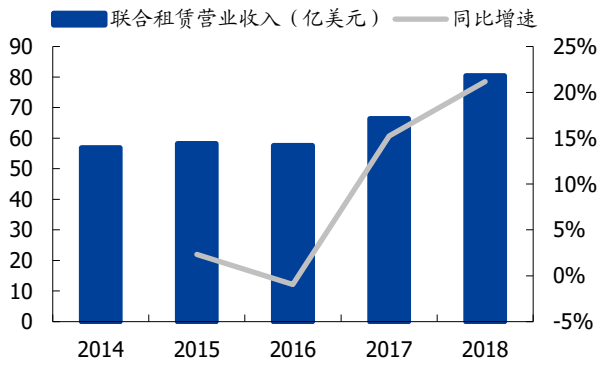
美国联合租赁公司 (United Rentals) 是全球最大的设备租赁企业, 成立于 1997 年 9 月, 同年 12 月于纽交所挂牌上市, 融资 3.6 亿美元; 1998 年收购 60 家子公司, 整合 400 多家分店, 迅速成为北美最大的设备租赁公司。截至 2018 年, 联合租赁在美国国内市占率达 13%, 其用于租赁的产品数量约为 66 万台 (套), 总价值约 141 亿美元, 其中数量占比最大的租赁产品为一般建筑工业设备, 占比 44%; 其次为高空作业平台, 占比 28%。2018 年美国联合租赁公司实现营收 80 亿美元, 净利润 11 亿美元。

图表 28: 美国联合租赁公司租赁设备构成

类别	英文	2018 年	2017 年
一般建筑和工业设备	General construction and industrial equipment	44%	43%
高空作业平台	Aerial work platforms	28%	32%
通用工具和照明设备	General tools and light equipment	8%	7%
电力和 HVAC (供暖, 通风和空调) 设备	Power and HVAC (heating, ventilating and air conditioning) equipment	8%	7%
沟渠安全设备	Trench safety equipment	6%	6%
流体解决方案设备	Fluid solutions equipment	6%	5%

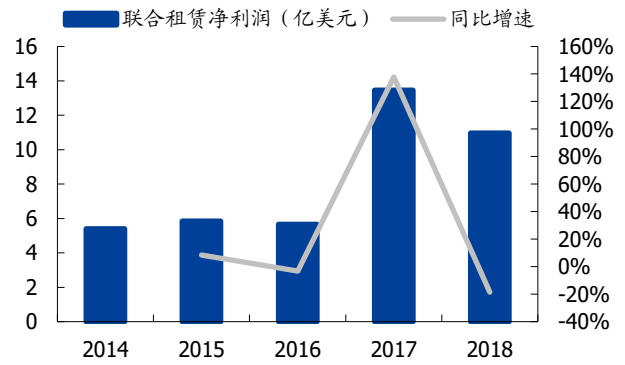
资料来源: 美国联合租赁 2018 年年报, 国盛证券研究所

图表 29: 美国联合租赁营业收入及增速



资料来源: 美国联合租赁公司公告, 国盛证券研究所

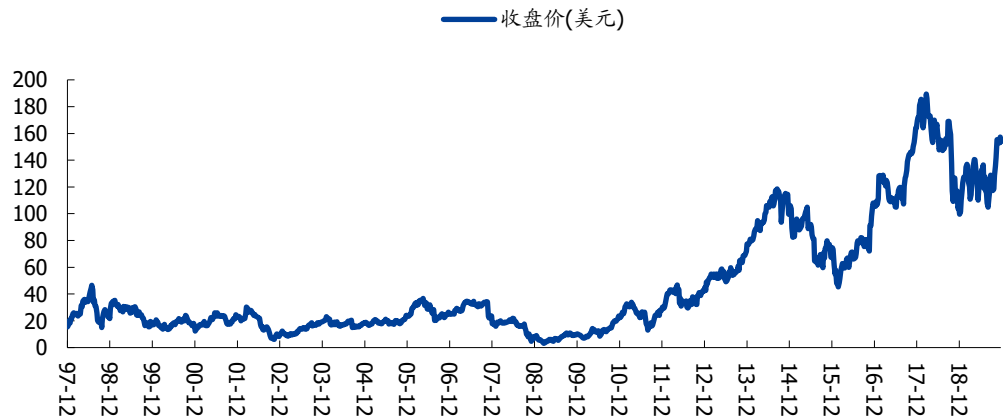
图表 30: 美国联合租赁净利润及增速



资料来源: 美国联合租赁公司公告, 国盛证券研究所

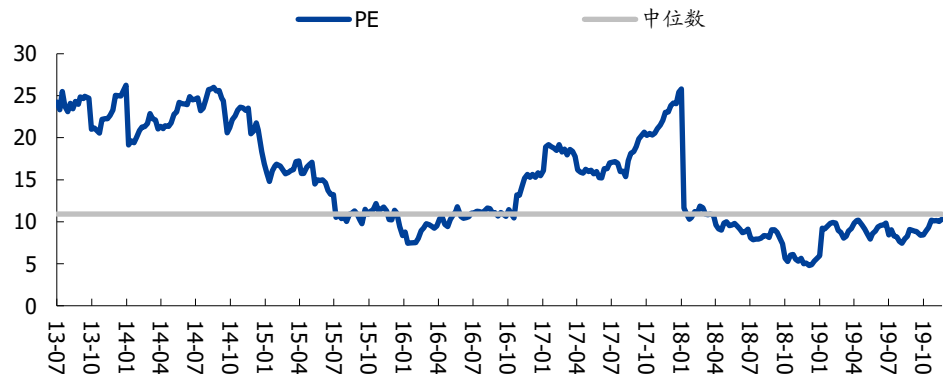
美国联合租赁公司上市以来股价上涨 **891%**, PE 估值约 **10 倍**。截至最新, 美国联合租赁公司股价 153.6 美元, 自 1997 年上市以来已经上涨 891%, 最新市值 115 亿美元。从估值上看, 最新 PE(TTM) 为 10.1 倍, 历史中位数为 10.9 倍。

图表 31: 美国联合租赁公司历史股价走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 美国联合租赁公司历史 PE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

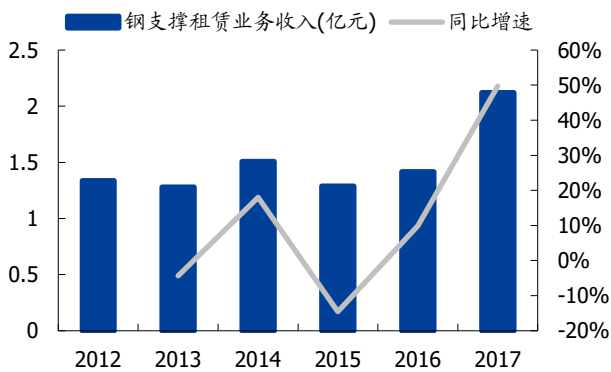
国内 AWP 龙头呼之欲出。对标美国设备租赁龙头，预计未来国内市场也将向大型化设备租赁公司发展，龙头设备租赁公司采购规模大，成本优势突出，在 AWP 产业链话语权较强，在目前众多国内 AWP 公司相互角逐的背景下，国内龙头企业已呼之欲出。

### 3. 公司分析：钢支撑业务有望量价齐升，AWP 租赁业务成长性良好

#### 3.1. 受益于设备租赁行业稳健增长供给优化，钢支撑业务盈利持续改善

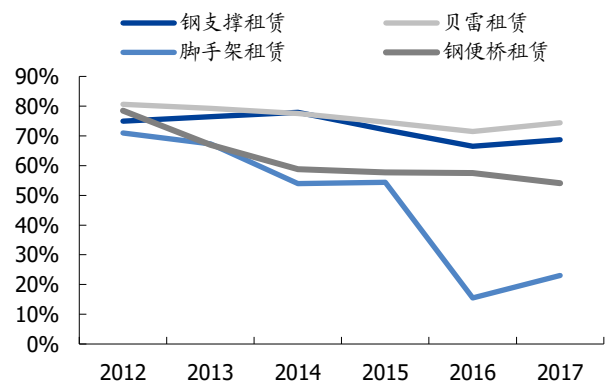
钢支撑业务为传统优势业务，公司重要的利润池。公司 2009 年开始做地铁的钢支撑，目前钢支撑支护设备的拥有量居全国第一，2017 年公司钢支撑租赁业务收入为 2.12 亿元，同比大幅增长 49.7%，钢支撑租赁收入是公司主营收入的最重要组成部分之一，近年来占比稍有回落，2017 年贡献收入的 30.7%。钢支撑的毛利率较高，2018 年钢支撑毛利率为 68.7%，在传统业务中仅次于贝雷租赁，钢支撑租赁构成公司重要的利润来源之一。

图表 33: 公司历年钢支撑租赁业务收入及增速



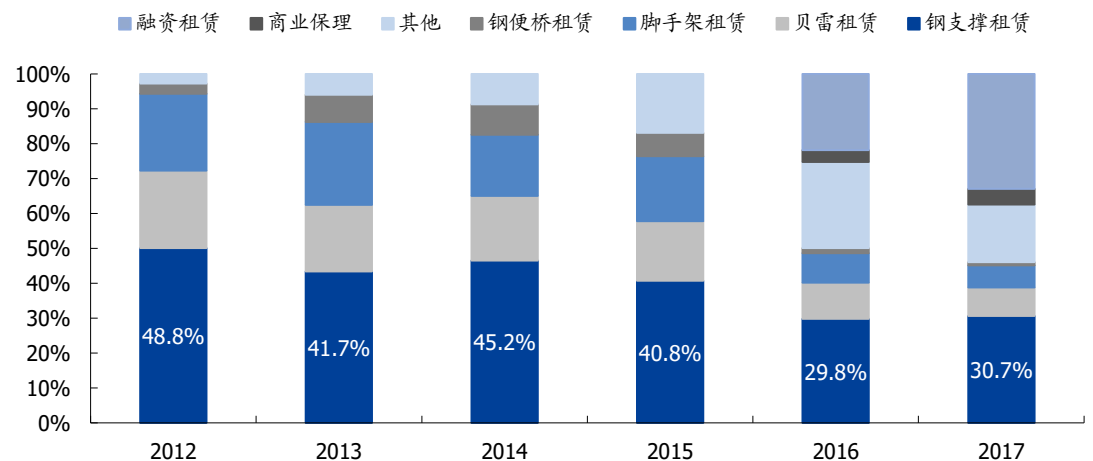
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 34: 公司传统细分业务毛利率对比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 35: 公司历年营收构成



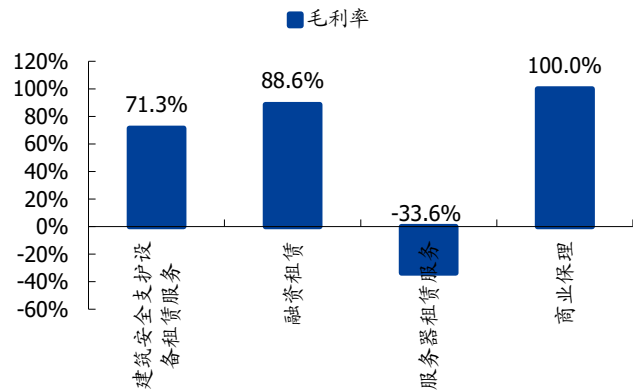
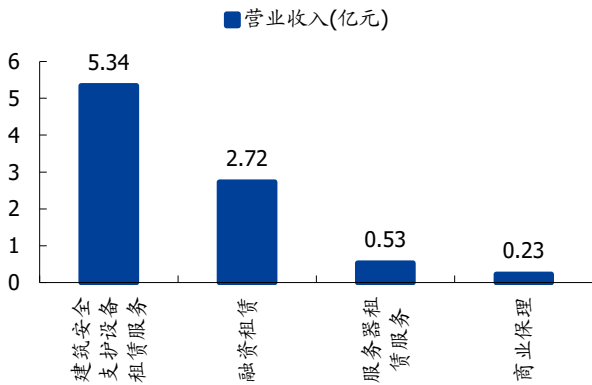
资料来源：公司公告，国盛证券研究所



2018年由于公司经营数据披露口径变化，钢支撑包含在建筑安全支护设备租赁服务中列示，2018年建筑安全支护设备租赁服务贡献5.34亿元收入和3.8亿元毛利，2017年钢支撑租赁占传统业务（钢支撑、贝雷、脚手架、钢便桥租赁）的比重为66.6%，我们预计2018年建筑安全支护设备租赁服务中钢支撑仍占主要比重。

图表 36: 公司 2018 年各业务营业收入

图表 37: 公司 2018 年各业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

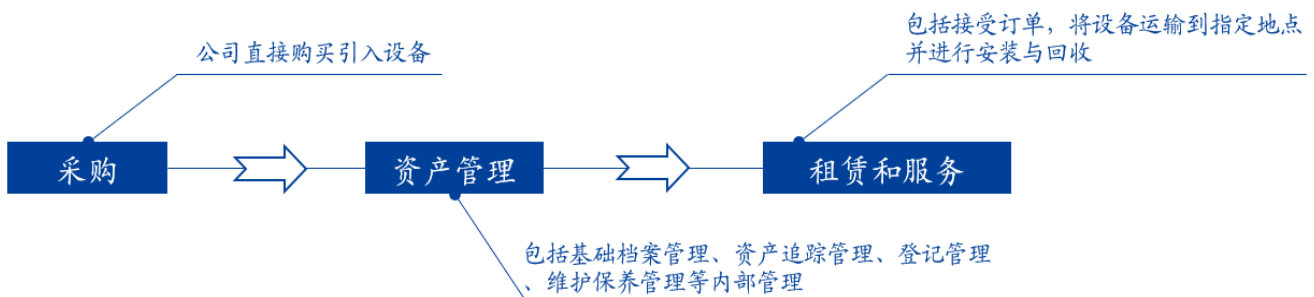
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

受益及行业集中度提升及轨交建设行业高景气，钢支撑业务有望持续较快增长。一方面，公司钢支撑业务有望持续受益建筑设备租赁行业供给侧结构优化，市占率不断提升。另一方面，当前我国有众多轨交重大项目持续申报与批复，轨交建设行业高度景气，对钢支撑租赁需求量大，价格亦呈现上涨趋势，公司作为钢支撑租赁龙头有望受益行业需求“量价齐升”，未来有望持续稳健增长。

### 3.2. 高空作业平台租赁业务有望展现高成长性

公司早期快速成长主要得益于业务网络的布局 and 一体化经营模式。高空作业平台重量较大，运输成本较高，建筑施工企业更倾向于在工程地就近选择能满足工程需要的设备租赁商。因此，业务网点多、资产规模较大、供货及时的租赁公司，往往能获得更多的市场机会。在网络布局的条件下，公司可以进一步实施“采购+资产管理+租赁+服务”一体化的经营模式，创造更多业务机会。其中：采购环节公司直接购买引入设备；资产管理环节包括基础档案管理、资产追踪管理、登记管理、维护保养管理等内部管理；租赁环节和服务环节包括接受订单，将设备运输到指定地点并进行安装与回收。

图表 38: 公司主要经营模式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**网络布局降低运输成本。**高空作业平台租赁行业的经济运输半径为 400-500 公里，运输成本是行业主要成本之一，公司根据运输经济半径，基于对区域市场发展的预判和后期项目开展等因素的综合考虑，通过设立分公司+业务网点的方式逐步完善业务网络布局，市场拓展能力和资源配置能力不断增强。

2009 年初，公司仅在杭州、深圳设有业务网点，随着资产规模的扩充，公司抓住行业难得的发展机遇，逐步完成在全国范围内的业务网络布局。目前，公司已在北京、郑州、南京、杭州、福州、深圳、武汉、长沙、南宁、成都等全国重点城市地设立业务网点，业务范围覆盖了全国 26 个省、自治区、直辖市。公司以“仓储租赁网络+专业技术服务”的整体解决方案服务模式，面向大型工程施工企业提供专业化租赁和技术服务，为客户提供本地化服务和沟通。公司持续大规模采购布点，有望快速提升规模优势，摊低运输成本，提升价格竞争优势。

**定增大比例投向高空作业平台，继续夯实规模优势。**公司于 2019 年 12 月 5 日披露非公开发行股票预案，拟向不超过 10 名特定对象发行股票募资不超过 10 亿元，扣除发行费用后募集资金净额拟用于高空作业平台租赁服务能力升级扩建项目，以及偿还公司及子公司银行贷款，使用金额分别为 7 亿元和 3 亿元。

图表 39: 公司 2019 年非公开发行股票募集资金投向 (万元)

序号	项目	项目投资总额	募集资金拟投入金额
1	高空作业平台租赁服务能力升级扩建项目	71,994	70,000
2	偿还公司及子公司银行贷款	30,000	30,000
合计		<b>101,994</b>	<b>100,000</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

其中高空作业平台租赁服务能力升级扩建项目,总投资 71994 万元(设备购置投资 70020 万元),项目规划建设期 12 个月,实施主体为华铁大黄蜂。项目达产后,预计每年营业收入 21410 万元,年均净利润 9304 万元。

**定增项目助力公司夯实规模优势,并改善财务结构。**公司在快速扩张过程中资金需求量大,定增股权融资有望降低公司债务负担。后续“高空作业平台租赁服务能力升级扩建项目”完成后,公司高空作业平台租赁业务规模将得到进一步扩张,带动公司营业收入规模和利润水平的有效提升。“偿还公司及子公司银行贷款项目”则能够直接减少公司利息支出,增加公司利润,提升公司盈利能力。

### 3.3. 吉通地空建筑技术领先,发力地铁、隧道地下管廊等维修养护广阔市场

2019 年 7 月,公司以 1.91 亿元的交易对价完成对浙江吉通地空建筑科技有限公司部分股权收购并对其进行增资,交易完成后公司持有浙江吉通 51%的股权比例。吉通地空建筑成立于 2009 年,以深基坑维护技术研发与地下连续搅拌墙撞机工程为核心领域,为地铁、隧道、城市管廊、地下商业、地下停车场等大型基础设施地下空间的安全施工及后期维修、维护提供一站式解决方案。收购吉通地空建筑有利于增强公司的技术研发实力和综合竞争力,加快布局以对既有建筑的改造维修为主的后建筑市场领域,开拓地铁及深坑维修养护市场。

图表 40: 吉通地空建筑 GI-130C 搅拌机



资料来源: 公司微信公众号, 国盛证券研究所

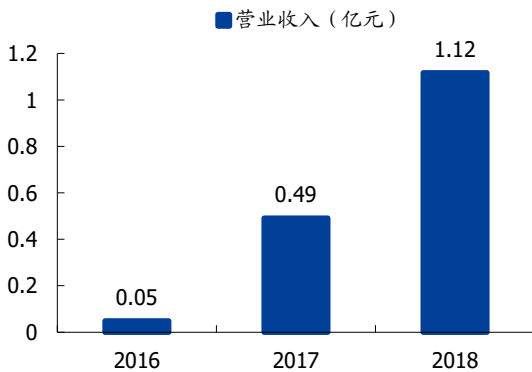
图表 41: 吉通地空建筑 IMS 工法施工图



资料来源: 公司微信公众号, 国盛证券研究所

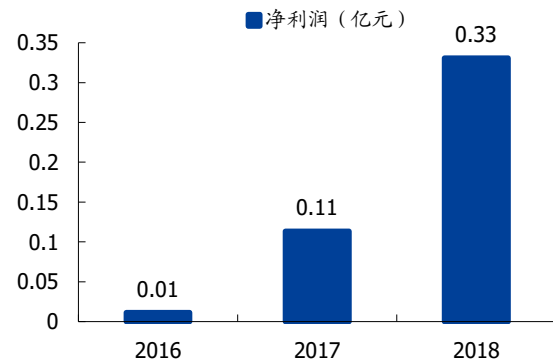
**吉通营收业绩快速增长, 未来三年业绩对赌彰显信心。**吉通地空建筑近年来实现快速发展, 营收规模从 2016 年的 0.05 亿元增长至 2018 年的 1.12 亿元, 三年复合增速达到 380%, 2018 年吉通地空实现净利润 0.33 亿元, 同比增长 192%。业绩承诺人承诺吉通地空建筑 2019-2021 年三年的扣除非经常性损益后净利润累计应不低于 1.8 亿元, 预计吉通地空建筑未来有望维持快速成长。

图表 42: 吉通地空建筑历年营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 吉通地空建筑历年归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.4. 尝试打造全国综合性租赁平台, 对标租赁巨头“美国联合租赁”

高空作业平台在搬运过程中需要卡车(皮卡)等车辆的协助拖动或载运, 同时高空作业所需的各类材料也需要卡车(皮卡)的运输; 此外, 高空作业平台的动力一般为电力驱动, 作业过程中需要电机持续提供能源。因此高空作业平台租赁过程中, 公司可以配套出租卡车(皮卡)等运输车辆, 以及电机等供电设备, 这些配套设备租赁的毛利率会明显高于高空作业平台设备, 引流后有望增强公司盈利能力。

未来公司利用全国布局网点, 以高空作业平台作为引流产品, 不仅有望带动皮卡、发电机等产品的高毛利租赁业务, 亦并有望将网点向第三方设备拥有方开放, 打造全国综合性租赁平台, 对标租赁巨头“美国联合租赁”, 具有较大想象空间。

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1. 收入业绩拆分预测

假设公司 2019-2021 年建筑安全支护设备租赁业务增速分别为 50%/40%/20%，2020-2021 年高空作业平台设备租赁业务营收规模分别为 600/900 亿元。在此基础上，预测 2019-2021 年公司分别实现营收 13.2/17.3/22.6 亿元，同比增长 49%/31%/30%。

图表 44: 公司分业务营收预测 (百万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
营业总收入	479.0	693.5	887.7	1323.3	1730.9	2258.1
增速	43.97%	44.79%	27.99%	49.08%	30.80%	30.46%
建筑安全支护设备租赁	238.2	318.4	533.8	800.7	1121.0	1345.2
增速	-9.36%	33.67%	67.63%	50.00%	40.00%	20.00%
高空作业平台设备租赁				300.0	600.0	900.0
增速					100%	50%
融资租赁	103.9	227.5	272.5	200		
增速		119.05%	19.76%	-26.59%		
商业保理	16.1	31.1	22.5	15		
增速		93.64%	-27.57%			
服务器租赁服务			53.0			
增速						
其他业务	120.9	116.5	5.9	7.6	9.9	12.9
增速	72.94%	-3.63%	-94.95%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

假设公司 2019-2021 年综合毛利率分别为 59.2%/50.5%/48.7%，其中建筑安全支护设备租赁业务毛利率逐年小幅提升；高空作业平台设备租赁业务三年逐步提升至 12%。

图表 45: 公司分业务毛利率预测

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计毛利率	62.2%	65.8%	70.1%	59.22%	50.51%	48.65%
建筑安全支护设备租赁	58.7%	63.1%	71.3%	72%	73%	74%
高空作业平台设备租赁				5%	10%	12%
融资租赁	100.0%	89.8%	88.6%	88%		
商业保理	100.0%	100.0%	100.0%	100%		
服务器租赁服务			-33.6%			
其他业务	31.6%	16.9%	-69.0%	15%	15%	15%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4.2. 投资建议：鉴于公司当前成长性良好，给予“买入”评级

我们预测 19/20/21 年公司归母净利润分别为 2.8/4.0/5.2 亿元，EPS 分别为 0.41/0.59/0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 17.4/12.1/9.3 倍，鉴于公司占据有利赛道，当前成长性良好，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 46: 可比公司估值表

代码	公司	最新收盘价 (元/股)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000157.SZ	中联重科	6.49	0.54	0.65	0.62	12.0	9.9	10.5
603338.SH	浙江鼎力	71.93	1.70	2.27	2.16	42.4	31.6	33.3
600761.SH	安徽合力	9.44	0.84	0.95	1.05	11.3	10.0	9.0
平均值						<b>21.9</b>	<b>17.2</b>	<b>17.6</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, EPS 数据来自 Wind 一致预期, 股价截至 2019/12/19

## 5. 风险提示

建筑行业景气度下行风险，高空作业平台租赁业务拓展不及预期风险，大股东持股比例偏低风险等。

### 1) 建筑行业景气度下行风险

建筑安全支护设备租赁行业景气度主要受基建、地产行业投资强度影响，如若地方政府债务规范、地产调控趋严等因素导致相关投资放缓，进而可能造成建筑安全支护设备租赁行业景气度面临下行。

### 2) 高空作业平台业务拓展不及预期风险

为快速拓展高空作业平台租赁业务，公司持续加大相关设备采购力度，投资强度不断加大，如若未来高空作业平台市场拓展不及预期，或行业竞争加剧导致公司利润率下滑，则可能对公司经营产生负面影响。

### 3) 大股东持股比例偏低风险

公司股权结构较为分散，当前实际控制人持股比例仅为 17.7%，处于偏低水平。

### 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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

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