

华铁应急 (603300.SH)

建筑机械租赁新龙头，发力存量建筑市场前景广阔

机械化时代来临，建筑设备租赁市场快速增长、前景广阔。随着人工成本上升和建筑技术进步，我国建筑机械渗透率持续提升。建筑机械多以租赁形式使用，这意味着建筑机械租赁业正迎来快速成长期。从海外来看，亦成长出如 URI 联合租赁、ASHTEAD 般大型机械租赁商。我国目前建筑机械持有者以个人或小企业为主，大租赁商较少，未来市场整合空间广阔。

依托建筑支护业务，发力高空作业平台及地下维护蓝海市场。 公司是国内少数独立上市的建筑设备租赁龙头，初期以建筑支护设备起家，近年来亦进入到地下维护设备、高空作业平台等领域，呈快速发展趋势。公司地下维护采用微创工法（部分为全国独有），在轨道交通、旧城改造、市政维修等领域极具潜力。高空作业平台在建筑装修、设备安装、存量建筑维护修缮等领域应用空间广阔，目前我国总保有量/人均保有量约为美国的 29%/7%，是公司未来增长的重要方向。我们预计公司目前拥有登高机约 2-3 万台，市占率约 12%，与宏信建发、众能联合形成行业第一梯队。

专业、渠道、管理共筑优势，资产管理效率远高于同业。 **建筑专业性：**公司长期扎根于建筑行业，对建筑施工理解深刻、服务细致。**渠道优势：**公司目前在全国已建有 20 个仓储中心及 60 个运营中心，遍布 400 个城市，形成覆盖全国的业务运营网络，网点间可高效协作调货，及时满足市场需求。**管理优势：**一方面，公司民企背景使得其激励机制较业内国企同行更为灵活，执行力更强；另一方面，公司通过持续迭代升级“擎天”数字化管理系统，提升设备出租率，密切跟踪设备流向，提升资产盈利能力的同时保障资产安全。从 ROA 横向比较看，公司盈利能力远高于同业公司。

转型城市运维，区域、品类扩张与轻资产模式共驱未来成长。 **1) 转型城市运维，**由新建设备租赁商逐步转为城市运维设备租赁商，跟随存量建筑市场持续增长；**2) 渠道下沉，**完善全国化网点，并向三四线城市及区县级地区持续下沉；**3) 多品类扩张，**精选潜力产品，设备品类扩张打造更多业务增长点；**4) 轻资产模式，**与国资热联集团合作打造第三方资产管理模式样板，未来通过复制该轻资产扩张模式，有望快速增加在管资产规模，提升盈利能力，打开成长天花板。

投资建议：我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.5/6.0/7.9 亿元，同比增长 40%/34%/31%，EPS 分别为 0.50/0.67/0.87 元，2020-2023 年 CAGR 为 35%，当前股价对应 PE 为 18/13/10 倍，考虑到国内租赁行业成长趋势明确，公司规模、管理、渠道等优势突出，给予“买入”评级。

风险提示：主要设备租金下降超预期风险；行业竞争加剧风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,154	1,524	2,017	2,632	3,351
增长率 yoy (%)	30.0	32.1	32.3	30.5	27.3
归母净利润(百万元)	276	323	451	602	790
增长率 yoy (%)	-1057.7	17.1	39.6	33.6	31.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.31	0.36	0.50	0.67	0.87
净资产收益率(%)	19.5	10.7	13.4	15.2	16.6
P/E(倍)	29.2	24.9	17.8	13.4	10.2
P/B(倍)	4.6	2.4	2.1	1.8	1.6

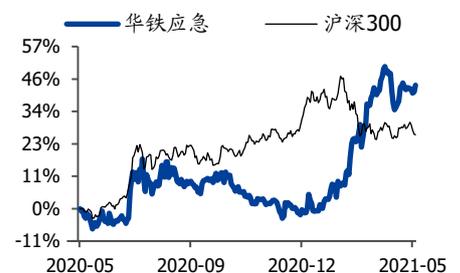
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 5 月 12 日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	多元金融
5月12日收盘价(元)	8.91
总市值(百万元)	8,043.11
总股本(百万股)	902.71
其中自由流通股(%)	96.18
30日日均成交量(百万股)	7.13

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

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

1、《华铁应急(603300.SH)：建筑安全设备租赁龙头，迈入高成长赛道》2019-12-20



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1224	2015	2657	3430	4315
现金	90	147	332	584	664
应收票据及应收账款	957	1485	1876	2405	3135
其他应收款	70	32	103	73	151
预付账款	12	17	21	29	34
存货	8	18	11	24	16
其他流动资产	87	315	315	315	315
非流动资产	3958	5382	6668	7698	8589
长期投资	703	691	791	892	992
固定资产	2803	4316	5512	6452	7244
无形资产	12	10	11	12	13
其他非流动资产	440	365	353	342	340
资产总计	5182	7397	9325	11128	12904
流动负债	2336	2482	2635	3006	3429
短期借款	1036	1060	1060	1060	1060
应付票据及应付账款	394	353	463	521	599
其他流动负债	906	1069	1112	1425	1771
非流动负债	807	1191	2391	3051	3391
长期借款	100	0	1200	1860	2200
其他非流动负债	707	1191	1191	1191	1191
负债合计	3143	3673	5026	6057	6821
少数股东权益	282	390	513	683	906
股本	680	903	903	903	903
资本公积	662	1691	1691	1691	1691
留存收益	633	956	1530	2303	3315
归属母公司股东权益	1757	3335	3785	4388	5177
负债和股东权益	5182	7397	9325	11128	12904

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	813	538	796	892	1043
净利润	397	399	574	772	1012
折旧摊销	48	293	222	279	319
财务费用	89	150	178	233	314
投资损失	2	-3	-2	-1	-1
营运资金变动	150	-271	-176	-390	-601
其他经营现金流	128	-30	0	0	0
投资活动现金流	-606	-1556	-1506	-1308	-1209
资本支出	418	1506	1185	929	791
长期投资	-1	8	-101	-101	-100
其他投资现金流	-189	-41	-421	-479	-519
筹资活动现金流	-219	1069	894	667	246
短期借款	34	25	0	0	0
长期借款	40	-100	1200	660	340
普通股增加	195	223	0	0	0
资本公积增加	-155	1028	0	0	0
其他筹资现金流	-332	-107	-306	7	-94
现金净增加额	-13	50	184	252	80

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1154	1524	2017	2632	3351
营业成本	330	702	766	924	1052
营业税金及附加	6	5	10	12	15
营业费用	132	133	175	232	369
管理费用	72	95	121	161	235
研发费用	29	44	50	68	101
财务费用	89	150	178	233	314
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	14	31	53	20	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	3	2	1	1
资产处置收益	11	9	0	0	0
营业利润	474	482	771	1024	1278
营业外收入	2	1	2	1	2
营业外支出	4	2	3	3	3
利润总额	472	481	770	1023	1277
所得税	75	82	196	250	265
净利润	397	399	574	772	1012
少数股东损益	121	76	123	170	223
归属母公司净利润	276	323	451	602	790
EBITDA	586	834	1069	1402	1709
EPS (元)	0.31	0.36	0.50	0.67	0.87

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	30.0	32.1	32.3	30.5	27.3
营业利润(%)	113.8	1.7	59.9	32.9	24.8
归属于母公司净利润(%)	-1057.7	17.1	39.6	33.6	31.1
获利能力					
毛利率(%)	71.4	53.9	62.0	64.9	68.6
净利率(%)	23.9	21.2	22.4	22.9	23.6
ROE(%)	19.5	10.7	13.4	15.2	16.6
ROIC(%)	11.7	7.5	8.4	9.4	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	60.7	49.7	53.9	54.4	52.9
净负债比率(%)	100.1	67.9	79.5	80.2	74.7
流动比率	0.5	0.8	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.5	0.7	0.9	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	1.3	1.9	1.9	1.9	1.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.36	0.50	0.67	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.60	0.88	0.99	1.16
每股净资产(最新摊薄)	1.95	3.69	4.19	4.86	5.74
估值比率					
P/E	29.2	24.9	17.8	13.4	10.2
P/B	4.6	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	17.7	13.1	11.2	9.1	7.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 12 日收盘价

内容目录

1. 行业分析：机械化时代来临，设备租赁迎发展契机	5
1.1. 建筑机械渗透率提升，建筑设备租赁市场快速发展	5
1.2. 他山之石，海外经验：URI 联合租赁、ASHTREAD 概况	9
1.2.1. 美国联合租赁公司（United Rentals）	9
1.2.2. 阿什泰德集团（Ashtead）	11
1.3. 存量建筑市场空间广阔，相关设备租赁需求快速增长	13
2. 业务介绍：依托建筑支护业务，发力高空作业平台及地下维护蓝海市场	15
2.1. 建筑支护设备：传统核心主业，龙头优势显著	15
2.2. 地下维护设备：技术实力突出，终端应用需求稳步提升	16
2.3. 高空作业平台：市场高速发展，公司作为国内领军企业有望持续受益	18
3. 竞争优势：规模效应凸显，渠道及管理优势构筑核心壁垒	23
3.1. 规模优势：设备保有量大，设备购置成本低	23
3.2. 专业性：长期深耕建筑市场，租赁专业性积淀深厚	24
3.3. 渠道优势：全国化业务布局顺利，后续有望带动 2C 业务增长	24
3.4. 管理优势：数字化助力业务效率提升，减少闲置提升利润率	24
4. 未来增长点：转型城市运维，多区域、多业务持续开拓	26
4.1. 由新建设备租赁商逐步转为城市运维设备租赁商	26
4.2. 渠道下沉后有望持续获得成长空间	27
4.3. 主业有望稳健增长，多品类扩张打造更多业务增长点	27
4.4. 布局第三方资产管理，打造轻资产扩张模式	29
5. 盈利预测、估值与投资建议	30
5.1. 盈利预测	30
5.2. 估值及投资建议	31
6. 风险提示	32

图表目录

图表 1: 建筑民工及全国民工月收入变动趋势	5
图表 2: 农民工数量及同比增速	5
图表 3: 农民工年龄结构变动	5
图表 4: 主要工程机械十五年保有量测算值及增速	6
图表 5: 建安投资工程机械渗透率	6
图表 6: 建筑企业自有设备人均台数（台/人）	7
图表 7: 我国工程机械租赁渗透率	7
图表 8: 北美租赁行业集中度	8
图表 9: 中国租赁行业集中度	8
图表 10: 国内租赁头部企业基本情况	9
图表 11: 美国联合租赁公司租赁设备构成	9
图表 12: 美国联合租赁营业收入及增速	10
图表 13: 美国联合租赁净利润及增速	10
图表 14: 美国联合租赁净资产收益率	10
图表 15: 美国联合租赁总资产收益率	10
图表 16: 美国联合租赁公司历史股价走势	10
图表 17: 美国联合租赁公司历史 PE	11

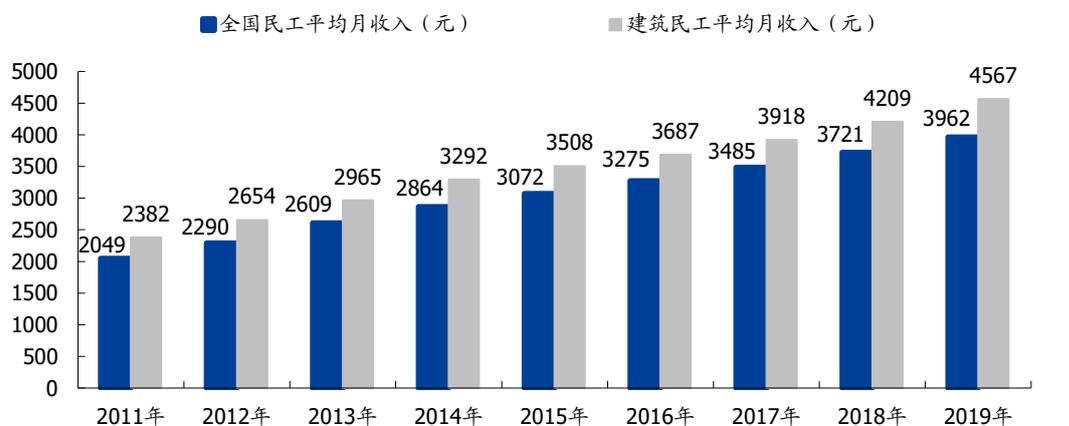
图表 18: Ashtead 租赁资产构成	11
图表 19: ASHTEAD 营业收入及增速	12
图表 20: ASHTEAD 净利润及增速	12
图表 21: ASHTEAD 净资产收益率	12
图表 22: ASHTEAD 总资产收益率	12
图表 23: ASHTEAD 历史股价走势	13
图表 24: ASHTEAD 历史 PE	13
图表 25: 我国历年竣工房屋面积及累计竣工房屋面积	14
图表 26: 我国存量基础设施规模测算值	14
图表 27: 公司建筑支护设备类型及介绍	15
图表 28: 地铁钢支撑	16
图表 29: 民用钢支撑	16
图表 30: 公司主要地下维修维护工法介绍	17
图表 31: 浙江吉通历年总资产情况	17
图表 32: 浙江吉通历年营业收入及净利润情况	17
图表 33: 地下维修维护设备应用工程	18
图表 34: 高空作业平台销量及同比增速	19
图表 35: 高空作业平台市场产品结构	19
图表 36: 高空作业车与传统脚手架总成本对比	19
图表 37: 2019 年全国房屋市政工程生产安全事故类型划分	20
图表 38: 中国、欧洲、美国高空作业平台设备保有量变动趋势 (万台)	20
图表 39: 高空作业平台租赁商数量变动	21
图表 40: 高空作业平台平均月租金变动 (元/月)	21
图表 41: 高毛利中小租赁商 10 米剪叉月租金的分布情况	21
图表 42: 低毛利中小租赁商 10 米剪叉月租金的分布情况	21
图表 43: 高空作业平台租赁市场收入规模测算	22
图表 44: 公司高空作业平台产品类型	22
图表 45: 浙江大黄蜂线上小程序界面	23
图表 46: 浙江大黄蜂小程序意向提交界面	23
图表 47: 国内高空作业设备租赁商与厂商的战略合作关系	24
图表 48: 可比公司 ROA 对比	25
图表 49: 公司擎天数字化管理系统	25
图表 50: 高空作业平台的应用场景	26
图表 51: 地下维修维护的应用场景	26
图表 52: 2020 年非公开发行股票募集资金使用计划	27
图表 53: 公司建筑安全支护设备租赁服务收入	27
图表 54: 2020 公司通过经营租赁租出的固定资产结构	28
图表 55: 建筑铝模系统搭建后整体与局部效果	28
图表 56: 浙江恒铝扣非后净利润	29
图表 57: 与热联集团合资成立热联华铁股权及责任分配	30
图表 58: 公司营收成本毛利拆分预测表 (亿元)	31
图表 59: 可比公司估值表	31

1. 行业分析：机械化时代来临，设备租赁迎发展契机

1.1. 建筑机械渗透率提升，建筑设备租赁市场快速发展

人口红利消退叠加老龄化趋势，建筑劳动力成本持续提升。近十年来，建筑业民工的月均工资逐年增加，2019年月均工资达4567元，相较全国民工平均月薪高出605元，同比增速为8.5%。2019年，40岁以上民工数量占总民工人数的49.4%，近五年该比例逐年上升。新增民工同比增速下滑的同时劳动力持续老龄化，劳动力供需缺口逐步拉大，劳动成本上升预计将中长期掣肘传统建筑行业增长。

图表1：建筑民工及全国民工月收入变动趋势



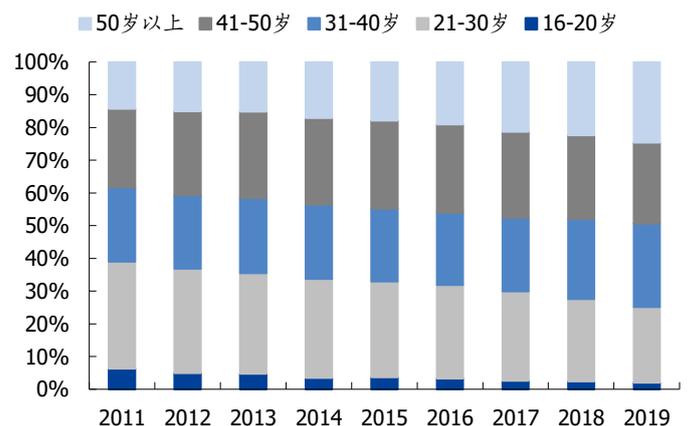
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表2：农民工数量及同比增速



资料来源：发改委农民工监测调查报告，国盛证券研究所

图表3：农民工年龄结构变动



资料来源：发改委农民工监测调查报告，国盛证券研究所

建筑机械化可缩减人工成本，提升效率。一方面，建筑机械可以替代部分工种的作业，另一方面，针对目前无法完全替代的工种，建筑机械可通过辅助人工以提升效率，压缩成本。以高空作业为例，用传统脚手架进行高空作业需要2人辅助，而高空作业车无需辅助人员，单月单台高空作业车可节约近1万元的人工费。

在技术日趋成熟和建筑劳动力供给承压的背景下，推动以机械化和信息化为核心的“智

能建造”是行业中长期发展趋势。2020年8月，住建部印发《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》，提出到2025年，我国智能建造与建筑工业化协同发展的政策体系和产业体系应基本建立，建筑工业化、数字化、智能化水平显著提高。“智能建造”下，预计作业机械化、管理信息化将成为工程建设的主要特征，对人工的依赖性将逐渐降低，建筑机械的渗透率持续提升。

参考工程机械协会计算方式，市场保有量等于统计周期内市场需求量的总和加上统计周期（假设为15年）起始年份上一年销量的一半，同时考虑存在未纳入统计的销量及部分机器未在寿命周期内更换（部分设备可能使用超过15年，甚至超过20年），我们假设实际保有量为在计算保有量的基础上增加20%。

2020年我国主要工程机械十五年保有量约1200万台，建安投资工程机械渗透率约24.3台/亿元。通过上述计算方式，我们将挖掘机、装载机、平地机、推土机、压路机、摊铺机、叉车等主要工程机械的保有量进行了测算，得到截至2020年主要工程机械十五年保有量为1216万台，近5年复合增速10%。进一步地，我们定义建安投资机械渗透率=主要工程机械15年保有量/建安投资规模，可以发现近年来我国建安投资工程机械渗透率呈明显提升趋势，2020年达到24.3台/亿元，较2016年提升近5台/亿元。

图表4：主要工程机械十五年保有量测算值及增速



资料来源：中国工程机械工业协会，国盛证券研究所

图表5：建安投资工程机械渗透率

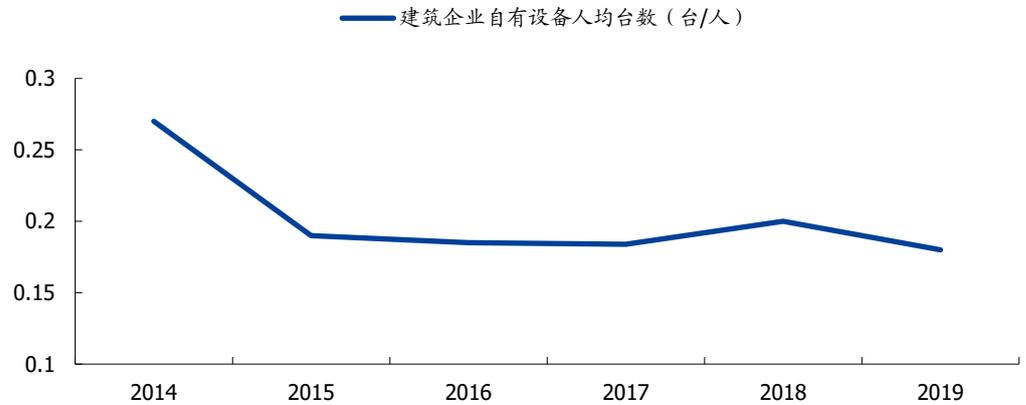


资料来源：中国工程机械工业协会，国家统计局，国盛证券研究所

随着建筑机械应用率上升，租赁业务需求将大幅增加。对于建筑商而言自购设备需要承

担设备维护、设备管理等多项成本，自持设备的动机较低。2019年，建筑企业的自有设备人均台数仅0.18台/人，且呈现逐年下降趋势。建筑全行业机械设备使用需求快速增长，叠加业主自购动机低，将促设备租赁行业需求持续增加。

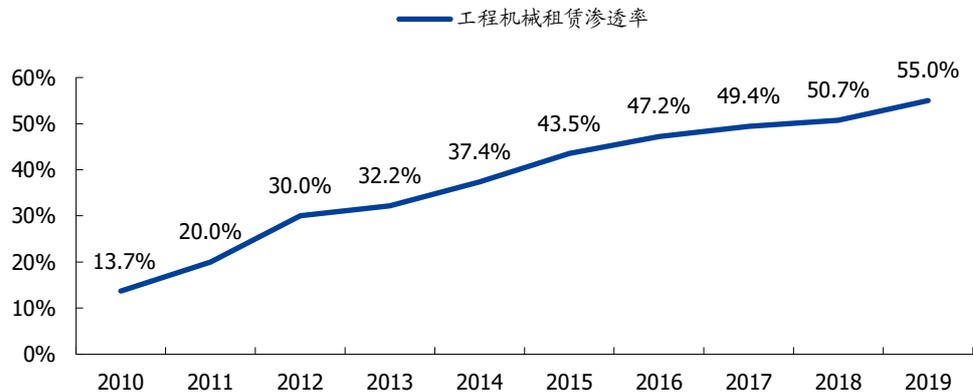
图表6: 建筑企业自有设备人均台数(台/人)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

租赁业务市场集中度低, 对标海外龙头企业提升空间广阔。我国的租赁市场具有渗透率高、但集中度低的特点。近十年, 我国工程机械租赁渗透率逐年提升, 近三年渗透率分别为49.4%/50.7%/55%, 渗透率虽稳步提升但前100强租赁商市场占比仅3%, 对标美国市场, 前10大北美租赁商的市场占比在34%, 国内机械租赁龙头市占率有较大提升空间。

图表7: 我国工程机械租赁渗透率



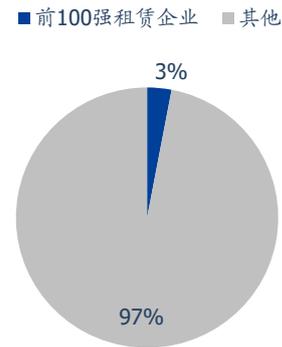
资料来源: 中国工程机械工业协会, 国盛证券研究所

图表 8: 北美租赁行业集中度



资料来源: ASHTEAD 年报, 国盛证券研究所

图表 9: 中国租赁行业集中度



资料来源: 中为咨询, 国盛证券研究所

近年来国内工程机械租赁商持续增多, 当前头部租赁商包括宏信建发、众能联合、庞源租赁、志特新材等。

宏信建发是远东宏信(3360.HK)旗下子公司, 主营建设、施工类设备及材料租赁, 是国内领先的设备租赁运用综合服务商。截至2020年底, 宏信建设设备保有量5.5万台, 材料保有量130多万吨, 总经营性资产原值居国内首位, 拥有207个服务网点, 实现对100多个城市覆盖。2020年宏信建发总收入37亿元, 同增40%, 其中经营租赁收入25亿元, 同增22%; 净利润4.9亿元, 同增29%。

众能联合主营高空作业平台设备、自爬升附着式脚手架租赁, 服务于建筑工程、工业、商业等多运用场景。目前, 公司与国内外知名的设备厂商(美国JLG、法国Haulotte、星邦重工、徐工)达成战略合作, 覆盖剪叉车、直臂车、曲臂车、蜘蛛车等多种品类, 机队规模超3万台, 设备总量位居全国前列。在全国25个省、4个直辖市、300个地级市建有100个仓储物流及服务保障中心, 累计服务超过3万家客户。

庞源租赁是建设机械旗下全资子公司, 是全球最大的起重机械租赁商, 主要从事建筑工程、能源工程、交通工程等国家和地方重点基础设施建设所需工程机械设备的租赁服务、安拆和维修等业务, 长期服务于中国建筑、中国电建、中国能建、中铁、中交、中核、上海建工、北京建工、陕西建工等大型央企、国企及上市公司。2020年末庞源塔机保有量达8261台, 共计167万吨米, 总吨米数同比增加31%, 在国内塔机租赁市占率约3.5%。2020年实现营业收入35.31亿元, 同增21%。

志特新材深耕建筑铝膜系统, 主营铝模租赁和销售, 并逐步将业务延伸至爬架产品, 铝膜行业地位突出。长期以来与中建、中铁、中冶等国内前十大建筑总包方, 同时与马来西亚、新加坡等国外多家建筑施工企业保持良好合作伙伴关系。当前公司核心业务为铝模板租赁, 2020年业务占比74%。经过2018年至2019年两年不断扩大租赁业务规模后, 公司持有模板资产203万平方米, 且大部分已用于对外租赁, 出租用铝模板账面价值6.7亿元, 与同行业公司相比规模较大且呈快速增长趋势。

图表 10: 国内租赁头部企业基本情况

	主要租赁产品	租赁资产规模
宏信建发	高空作业平台、道路设备、叉车、电力设备、周转材料、模架系统	2020 年底设备保有量 5.5 万台，材料保有量 130 多万吨，拥有 207 个服务网点
众能联合	高空作业设备（剪叉车、直臂车、曲臂车、蜘蛛车等）；大、中、小型挖掘机	机队规模超 3 万台
鹿源租赁	塔机	2020 年底塔机保有量达 8261 台，共计 167 万吨米
志特新材	建筑铝模系统	2020 年底持有模板资产 203 万平方米，铝模板账面价值 6.7 亿元

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

1.2. 他山之石，海外经验：URI 联合租赁、ASSTEAD 概况

1.2.1. 美国联合租赁公司（United Rentals）

美国联合租赁公司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 2020 年，联合租赁共有 1165 个出租点，在美国国内市占率达 13%，其用于租赁的产品数量约为 61.5 万台（套），总价值约 140 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 43%；其次为高空作业平台，占比 27%。

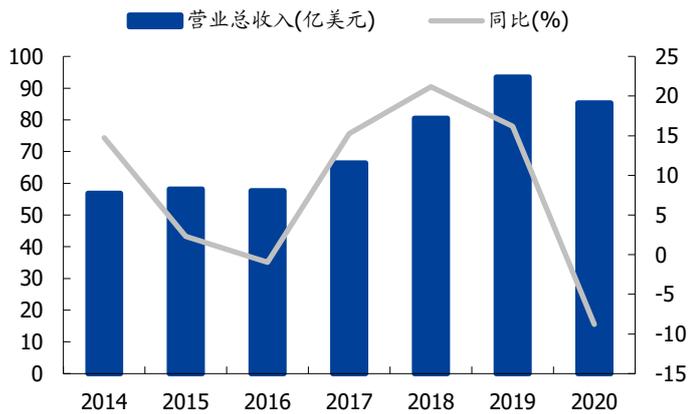
2020 年美国联合租赁公司实现营收 85 亿美元，净利润 9 亿美元。2012 年以来平均 ROE 为 31%，平均 ROA 为 5.1%。

图表 11: 美国联合租赁公司租赁设备构成

类别	英文	2020 年	2019 年
一般建筑和工业设备	General construction and industrial equipment	43%	43%
高空作业平台	Aerial work platforms	27%	28%
通用工具和照明设备	General tools and light equipment	8%	8%
电力和 HVAC（供暖、通风和空调）设备	Power and HVAC (heating, ventilating and air conditioning) equipment	9%	8%
沟渠安全设备	Trench safety equipment	6%	6%
流体解决方案设备	Fluid solutions equipment	7%	7%

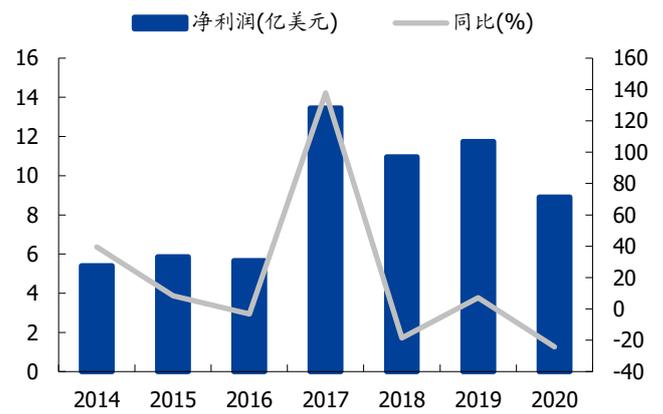
资料来源：美国联合租赁 2020 年年报，国盛证券研究所

图表 12: 美国联合租赁营业收入及增速



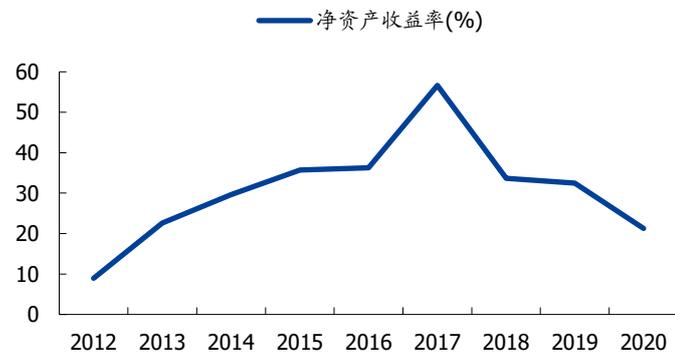
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 美国联合租赁净利润及增速



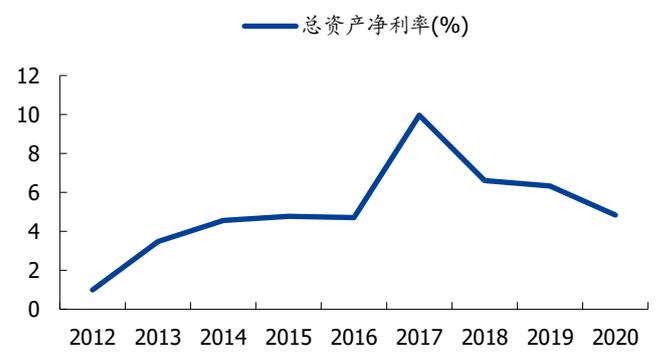
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 美国联合租赁净资产收益率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

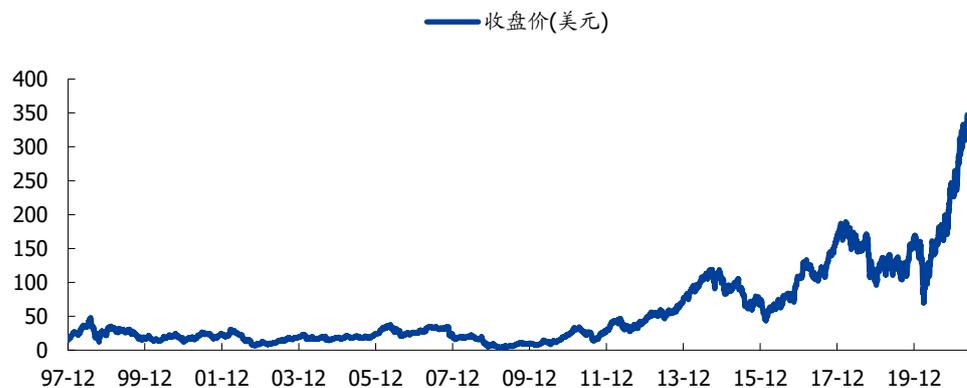
图表 15: 美国联合租赁总资产收益率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

美国联合租赁公司自 1997 年以来股价年化收益率 15%，当前 PE 估值约 27 倍。截至最新，美国联合租赁公司股价 347 美元，自 1997 年以来已经上涨 2216%，年化收益率 15%，最新市值 251 亿美元。从估值上看，最新 PE(TTM)为 27.3 倍。

图表 16: 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 17: 美国联合租赁公司历史 PE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2.2. 阿什泰德集团 (Ashtead)

阿什泰德集团 (Ashtead) 是一家英国工业设备租赁公司, 成立于 1947 年, 1986 年在伦敦交易所上市。Ashtead 主要为美国和英国的大型工业项目客户提供设备出租服务, 包括高空作业平台、反铲、挖掘机和叉车, 以及小型设备, 如电锯、梯子和水泵等。根据公司 2020 年年报数据, 阿什泰德集团总共拥有 1105 个租赁店铺, 其中公司在英国拥有 193 个店铺, 租赁资产 8.7 亿英镑, 是英国最大设备租赁商; 在美国拥有 837 个店铺, 租赁资产 101 亿美元, 是美国第二大设备租赁商 (第一为美国联合租赁公司); 在加拿大拥有 75 个店铺, 租赁资产 9.2 亿加元, 市场份额 5%。

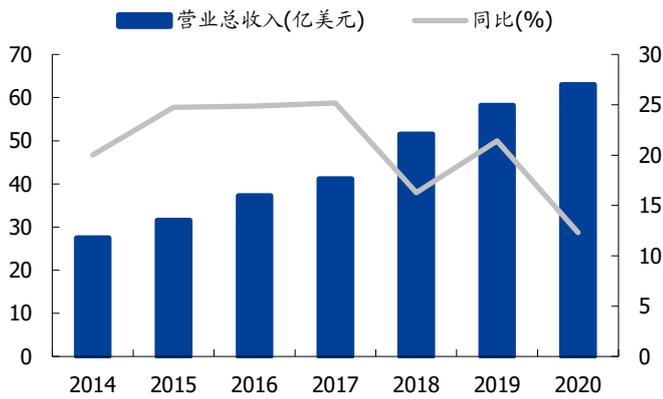
2020 年 Ashtead 实现营收 63 亿美元, 净利润 9 亿美元。2012 年以来平均 ROE 为 29%, 平均 ROA 为 9.2%。

图表 18: Ashtead 租赁资产构成

租赁资产类别	类别英文	美国	加拿大	英国
高空作业平台	Aerial work platforms	34%	31%	11%
叉车	Forklifts	21%	10%	10%
挖机推土机	Earth moving	13%	15%	14%
泵和能源	Pump and power	11%	8%	4%
脚手架	Scaffold	2%		
住宿	Accommodation			15%
围栏	Panels, fencing and barriers			12%
其他	Other	19%	36%	34%
总资产		101 亿美元	9.2 亿加元	8.7 亿英镑

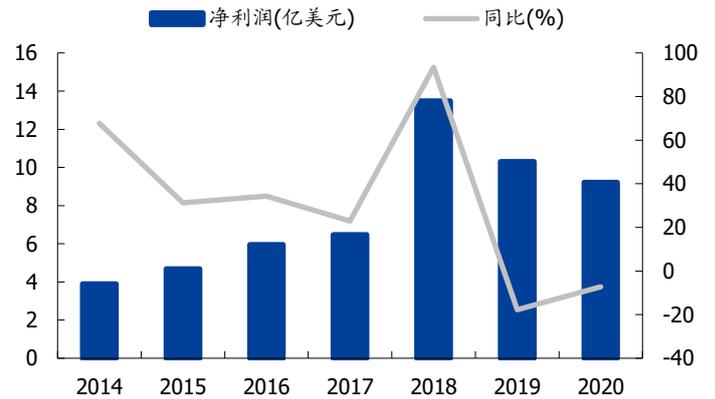
资料来源: Ashtead2020 年年报, 国盛证券研究所

图表 19: ASHTEAD 营业收入及增速



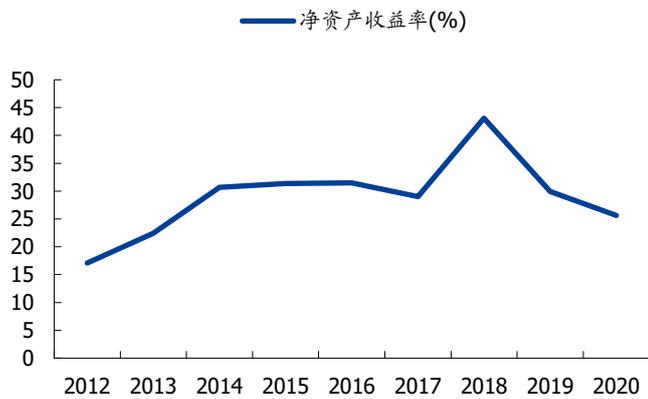
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: ASHTEAD 净利润及增速



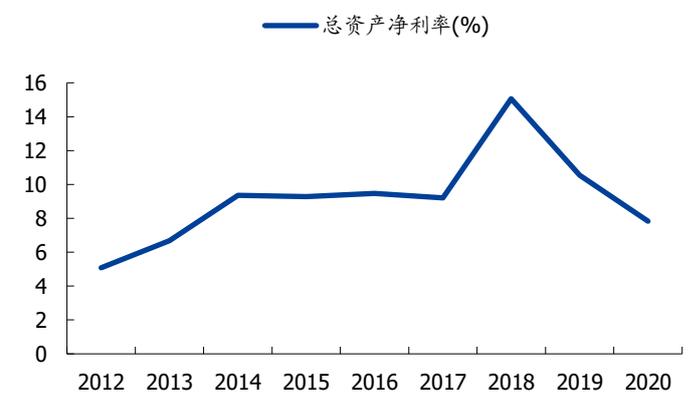
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: ASHTEAD 净资产收益率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

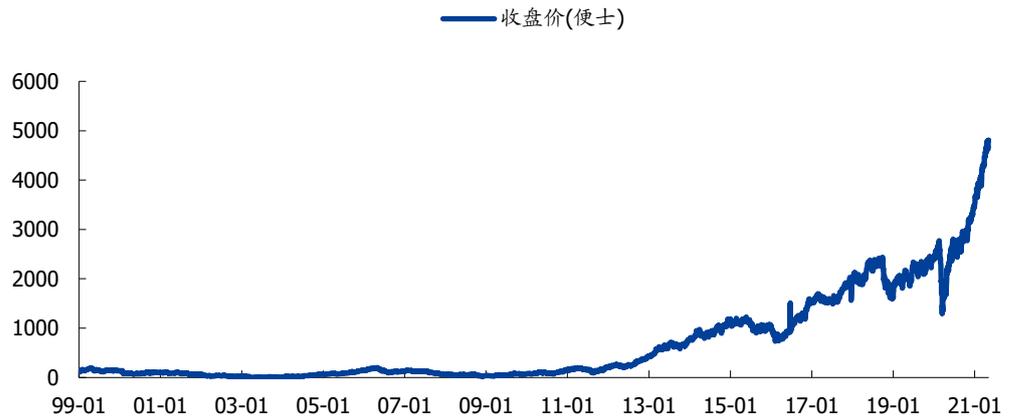
图表 22: ASHTEAD 总资产收益率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

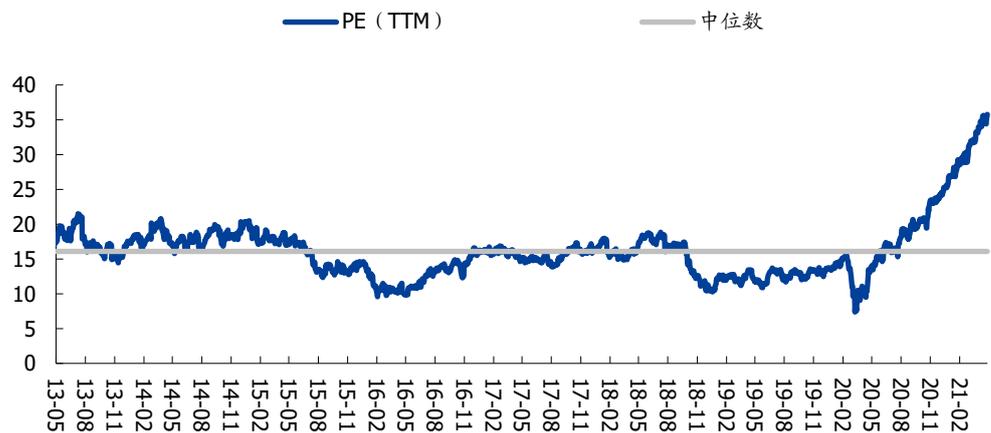
ASHTEAD 自 1999 年以来股价年化收益率 19%，PE 估值约 35 倍。截至最新，ASHTEAD 股价 48.10 英镑，自 1999 年以来已经上涨 4149%，年化收益率 19%，最新市值 216 亿英镑。从估值上看，最新 PE(TTM)为 34.9 倍。

图表 23: ASHTEAD 历史股价走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: ASHTEAD 历史 PE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

国内设备租赁龙头呼之欲出。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，在机械设备产业链话语权较强，在目前众多国内设备租赁公司相互角逐的背景下，国内龙头企业已呼之欲出。

1.3. 存量建筑市场空间广阔，相关设备租赁需求快速增长

我国新建建筑体量趋于平稳，存量建筑体量庞大。2019-2020 年我国固定资产投资仅分别增长 5.4%/2.9%，当前我国建筑新建需求逐渐平稳，但每年建设体量仍然较大，2020 年建筑业实现总产值 26.4 万亿，占 GDP 的 26%。增量建筑维持较大规模，增速放缓，存量建筑。国家统计局数据显示我国自 2000 年至今累计竣工房屋面积已达 156 亿平米；累计存量基础设施规模已超过 100 万亿；世界高层建筑与都市人居学会（CTBUH）统计出 2019 年我国 200 米以上高层建筑已累计完工 742 座，是全球拥有 200 米以上高层建筑最多的国家。

运维、物管等存量建筑市场具备广阔发展空间。在存量建筑持续增长情况下，已有建筑的维护及管理业务需求持续上升，带动以运维、物管为主的建筑后市场发展，运维市场下的房屋修缮、外墙清洗、建筑保养等细分领域均将受益。且建筑后市场的需求较为稳定，相较增量市场在经营模式上具有可长期经营、现金流稳定等优势，在现有建筑业庞大体量的基础上，发展空间十分广阔。

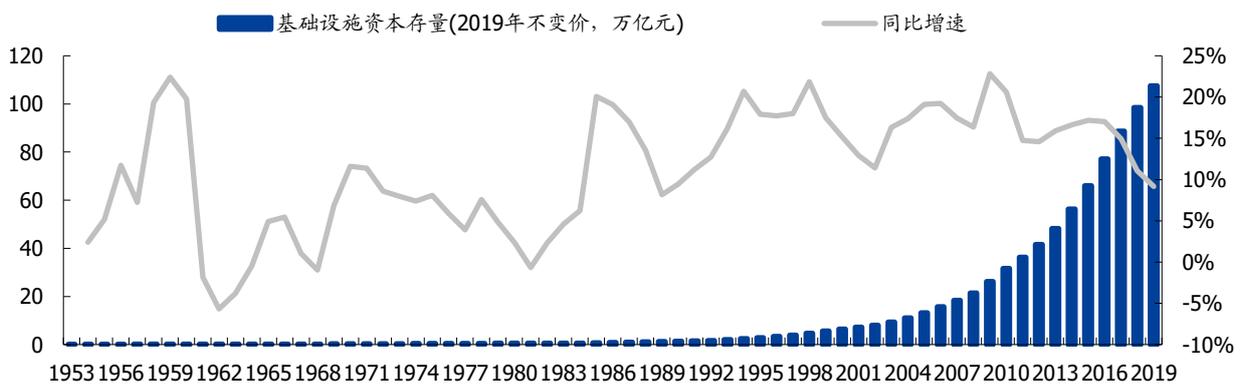
设备租赁行业将持续受益于建筑后市场需求提升。建筑的运维、物管对于支护设备的运用需求较大，但建筑运维、物管使用这些支护设备频率并不高，往往运维或物管单位在轻资产运行的要求下不会去直接购买这些设备，租赁设备是更好的选择。因此在当前建筑后市场持续发展的背景下，设备租赁行业需求有望快速增长。

图表 25: 我国历年竣工房屋面积及累计竣工房屋面积



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 26: 我国存量基础设施规模测算值



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2. 业务介绍：依托建筑支护业务，发力高空作业平台及地下维护蓝海市场

2.1. 建筑支护设备：传统核心主业，龙头优势显著

传统优势业务，租赁设备品类逐步扩张。建筑支护设备为公司核心主营业务，2020年占总营收的比例为55%，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。规模扩张的同时，设备品类日益多元，从2009年的以钢支撑租赁为主发展至涵盖钢支撑、铝合金模板、贝雷等产品租赁的多元业务体系。其中，钢支撑和铝合金模板是公司建筑支护设备业务的核心产品。

图表 27: 公司建筑支护设备类型及介绍

设备类型	设备介绍
钢支撑	钢支撑指运用钢管、H型钢、角钢等增强工程结构的稳定性，一般情况是倾斜的连接构件，最常见的是人字形和交叉形状。目前钢支撑在地铁、基坑围护方面被广泛应用。
铝合金模板	铝合金模板是指按模数制作设计，经专用设备挤压后制造而成的型材，并根据建筑结构图纸尺寸配模生成后形成的模板系统。
贝雷	贝雷片又称贝雷架贝雷梁或桁架，可用于公路桥梁、拼装龙门吊车导梁、架桥机、吊篮等。贝雷桁架组合门式起重机。贝雷片具有结构简单、运输方便、架设快捷、载重量大、互换性好、适应性强的特点。
集成式升降操作平台	搭设一定高度并附着于建筑结构上的架体依靠自身的升降设备和装置可随建筑结构逐层爬升或下降具有安全防护、防倾、防坠和同步升降功能的施工作业平台。
盘扣	盘扣脚手架出租比普普通脚手架出租结实耐用许多，承载力是碗扣和轮扣脚手架的1.5-2倍。能够搭建成各种不同规格宽度的支架，用于登高作业。
伺服轴力监测系统	其钢支撑轴力补偿系统可以分别通过自动、手动、越权三种模式来对恒定轴力进行控制，以修复基坑侧墙垂直度，提高基坑位移准确度；后台监控系统对钢支撑轴力变化进行24小时实时测控，通过手机、电脑等登录云平台，可查询到系统自安装至拆除整个过程中的所有历史数据。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1) 地铁钢支撑：公司地铁钢支撑技术和规模居市场首位，全国市占比达20%。相较传统钢筋混凝土支护法，钢支撑施工法设计结构合理，安全性更高，且具有显著环保及人力成本优势。目前，地铁钢支撑在发达国家已被广泛应用于地铁基坑，国内应用渗透率随城市地铁大量兴建呈现快速增长态势。2020年，全国24座城市新开工50条城市轨道交通线路，新增开工里程合计986公里，投资额超过5800亿元。2021年预计仍有大量轨道交通项目开工，已有规划含22条线路，总里程超516公里。**地铁钢支撑租赁需求有望受益于新增轨交建设项目大幅增加。**

2) 民用钢支撑：民用钢支撑采用一种高强度的H型钢，经工厂加工形成模块化的标准件，配合HU/PC围护工法桩技术根据基坑深浅及形状进行围护，该施工法具有绿色环保、可重复利用、加快施工速度、大幅节约建筑成本等优点。民用钢支撑在日本、韩国等海外市场已有广泛应用，国内市场渗透率偏低，相关企业包括公司在内仅有3家。目前，在环保要求趋严、技术能力提升的大背景下，钢支撑结合应力监测系统等技术已逐步拓展至民用基坑维护领域并呈现替代趋势。**公司在该领域具有先发优势，未来有望在渗透率逐步提升下借助已有业务储备及地铁钢支撑的龙头地位快速切入市场，抢占市场份额。**

图表 28: 地铁钢支撑



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 民用钢支撑



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3) 铝合金模板: 铝模板相较传统木模板兼顾质量和外观, 具备安全、经济、低碳环保等综合优势。公司于 2019 年收购浙江恒铝, 实现铝合金模板租赁业务的跨越式发展。除租赁外, 浙江恒铝在浙江和贵州建有铝合金模板基地, 其生产能力和预拼装能力已达行业先进水平。截至 2020 年末, 公司自有的铝模板面积已超 60 万平方米。

从行业前景看, 近年来铝模板市场稳步发展, 在政策推动下市场规模有望进一步扩大。2016 年 6 月, 住建部发布《组合铝合金模板工程技术规程》行业标准, 促铝模板应用率上升。同时, 在绿色建筑、绿色建材等相关政策大力推动下, 铝模板因具有可再生利用、绿色节能环保的特点, 产量、需求大幅提升。2020 年 5 月, 住建部发布《推进建筑垃圾减量化的指导意见》, 提出应大力推广应用铝模板、金属防护网等周转材料。未来, 在碳中和节能减排及装配式快速发展的趋势下, 铝模板的需求预期将进一步增加。

2.2. 地下维护设备: 技术实力突出, 终端应用需求稳步提升

聚焦地下维修维护微创施工, 工法储备丰富。公司于 2019 年 6 月收购浙江吉通地空建筑科技有限公司, 布局地下维护业务, 主要业务范围涉及地铁、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。浙江吉通在微创、非开挖式地下施工领域技术实力突出, 专注 TRD 工法施工领域的同时自行研发 TAD 工艺、率先引入 IMS、MJS 等多项技术, TRD 工法桩机设备数量居于同行业前列。截至 2021 年 3 月, 浙江吉通拥有地下维修维护相关发明专利 7 个、实用新型专利 15 个、审核中发明专利 6 个。

图表 30: 公司主要地下维修维护工法介绍

时间	工法	储备	功能介绍	优势
2009年	引入 TRD 工法技术及设备	自有日本原装 TRDIII 型工法桩机 7 台, 国产 TRD 桩机 4 台, 700*300H 型钢 60000 吨	将满足设计深度的附有切割链条以及刀头的切割箱插入地下, 在进行纵向切割横向推进成槽的同时, 向地基内部注入水泥浆以达到与原状地基的充分混合搅拌在地下 形成等厚度连续墙	施工周期短、工程造价合理、对环境污染小、适应地层广、防渗性能好, 型钢可以重复利用
2017年	与科研院所、专业院校联合研发 TAD 工法	-	从水泥土墙中间插入预应力榫卯结构(锁扣)钢筋混凝土预制墙板, 形成装配式地下连续墙	节约用地、绿色环保、质量可靠、适应性高、施工省时、两墙合一
2018年	引入 MJS 工法技术及设备	引进日本 YBM 公司生产的 MJS 工法桩机 2 台	采用独特的多孔管和前端造成装置, 实现了孔内强制排浆和地内压力监测; 通过调整强制排浆量控制地内压力, 有效控制由于喷射搅拌而产生的地表变形	可进行水平、倾斜以及垂直全方位施工; 能任意选择加固体的形状; 可进行大深度的地基加固; 通过专用排泥管集中处理泥浆
2019年	引入 IMS 工法技术及设备	IMS 工法机 5 台	每个地面装置尖端旋转链接后插入地面, 浆料形式的固化材料从搅拌装置的开口排出到地面中, 搅拌混合土壤和固化材料, 最终形成稳定的圆柱改进体	功率大、重量轻、占用空间小、效率高、周边和环境扰动小

资料来源: 浙江吉通公司官网, 国盛证券研究所

浙江吉通营收业绩快速增长, 资产规模稳步扩张。从经营表现看, 近五年浙江吉通营业收入及净利润稳步上升, 总资产规模由 2016 年的 0.2 亿元扩张至 2020 年的 4.3 亿元。根据现金收购协议, 吉通 2019-2021 年扣非净利润累计应不低于 1.8 亿元, 截至 2020 年末已累计实现 1.1 亿元, 已完成业绩承诺的 61%, 未来有望在现有盈利能力的基础上维持快速成长。

图表 31: 浙江吉通历年总资产情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 32: 浙江吉通历年营业收入及净利润情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

落地场景丰富, 各细分领域需求稳步提升。公司地下维护设备可应用于止水防水、地陷修补、地质改造、污染物扩散防治等多类工程, 应用场景广阔。主要下游应用领域为轨道交通、城市管廊、地下商业区、地下停车场、环保及文物保护等, 需求端中长期有望维持较大体量:

1) **轨道交通**: 根据中国城市轨道交通协会发布的《2020年中国内地城轨交通线路概况》中统计,截至2020年年末,全国城轨交通运营线路总长7978公里,其中地铁6303公里,占比79%。预计我国十四五期间将持续加大新基建领域建设,城际高速铁路和城际轨道交通作为新基建的重要组成部分,预计中长期需求仍将较为旺盛。

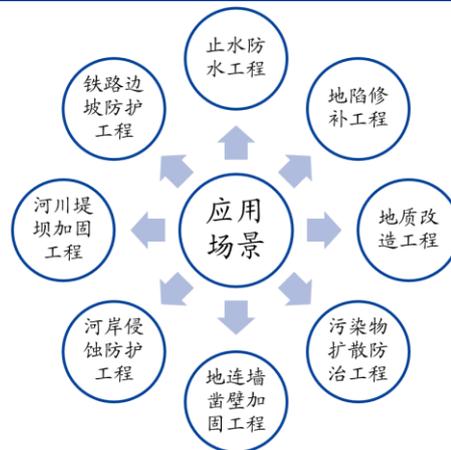
2) **城市管廊**: 地下管廊建设持续受政策重视,住建部于2019年11月发布《多部门关于进一步加强城市地下管线建设管理有关工作的通知》,鼓励有利于缩短工期、减少开挖量、降低环境影响、提高管线安全的新技术和新材料在地下管线建设维护中的应用。地下管廊是城市建设的重要一环,在高质量发展的背景下预计将获政策持续大力推动。

3) **地下商业**: 《2020中国城市地下空间发展蓝皮书》显示,“十三五”期间,全国累计新增地下空间建筑面积达到10.7亿平方米。地下商业有利于集约土地、减少道路拥堵、提高商场用地功能化水平、减轻能源负担,未来发展有望保持一定需求。

4) **地下停车场**: 2020年我国机动车保有量达3.72亿辆,其中汽车保有量为2.81亿辆,全国新注册登记机动车3328万辆。相对而言,国内停车设施建设速度远滞后于汽车保有量的增长速度,停车位供给缺口巨大,各城市停车位比例在1:0.4~1:0.7之间,远低于发达国家1:1.3的比例,未来停车市场规模预计仍有较大成长空间。

5) **环保及文化产业**: 2020年公司在地下维修维护领域成功拓展环保及文物保护类文化产业市场。目前,公司主推的TRD工法是最为环保的地下施工法,未来随环保标准逐步提升,TRD等环保施工技术的应用范围预期将持续拓宽。

图表 33: 地下维修维护设备应用工程



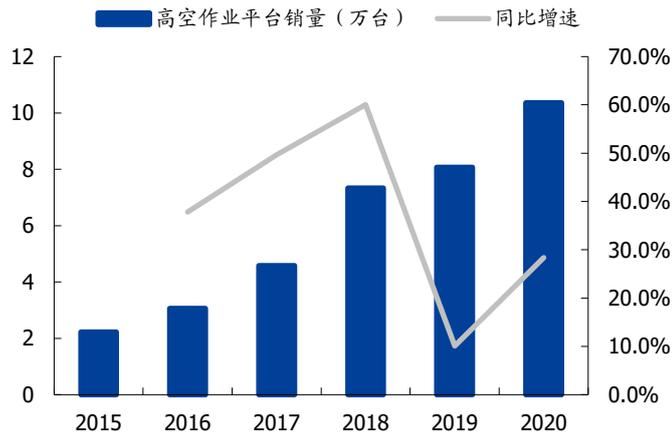
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

整体看,我国当前对于地下空间的开发和探索正在不断深入,未来地下维修维护市场仍然存在巨大的发展空间,公司地下维修维护业务有望稳步增长。

2.3. 高空作业平台: 市场高速发展, 公司作为国内领军企业有望持续受益

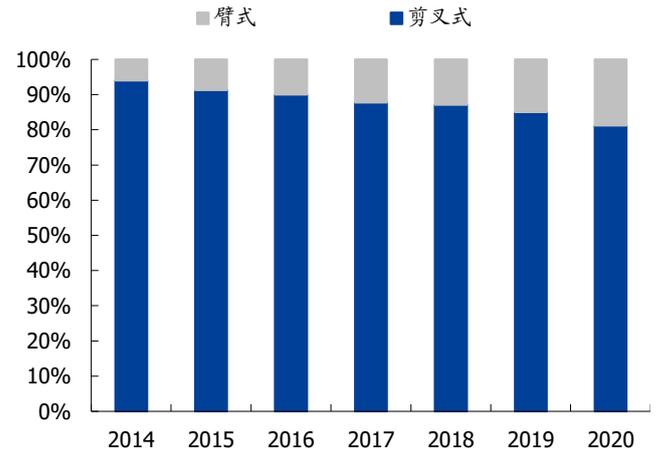
行业加速扩张, 市场结构逐步优化。据《2020年高空作业平台租赁商调查报告》披露,2020年设备保有量已超20万台,同比增速达55%。2018-2020年高空作业平台销量分别为7.3/8.1/10.4万台,分别同增60%/10%/28%,2020年疫情下销量仍取得逆势较高增长。从市场结构看,2020年剪叉式平台约占市场的80%,比例呈逐年下降趋势,产品结构不断优化。

图表 34: 高空作业平台销量及同比增速



资料来源: 中国工程机械工业协会、产业信息化, 国盛证券研究所

图表 35: 高空作业平台市场产品结构



资料来源: 华经研究, 国盛证券研究所

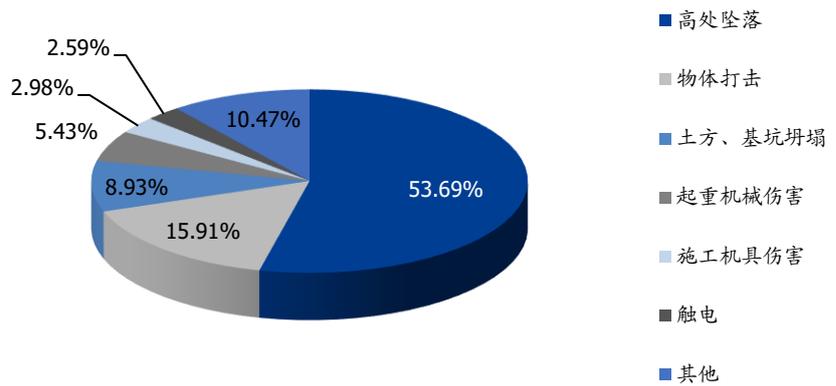
成本及安全生产因素共驱行业发展, 对标欧美市场未来发展潜力巨大。高空作业平台相较传统脚手架、吊篮等登高作业方式的核心优势在于经济性及安全性: 1) 在建筑业人工成本急剧攀升的长期趋势下, 传统脚手架虽租赁费用较低, 但由于其效率低下、需要多人辅助作业, 工程作业实际总成本远高于使用高空作业平台的项目。以 100 副脚手架和 100 台高空作业车对比为例, 项目成本相差约 284 万元, 高空作业车成本优势显著; 2) 据住建部统计, 2019 年, 全国房屋市政工程生产安全事故按照类型划分, 高处坠落事故 415 起, 占总数的 53.7%, 是安全事故占比最大的部分。高空作业平台作为大型机械设备, 可将人员或物品放置在工作篮中, 工作平台始终保持水平, 相较脚手架安全保障程度更高。在安全监管趋严、人工成本增长的大背景下, 行业长期成长动力十分充足。

图表 36: 高空作业车与传统脚手架总成本对比

对比项目	传统脚手架	高空作业车
设备需求量	100 副	100 台
每台设备需求人数	3 人 (1 人施工, 2 人辅助)	1 人
施工时间	4 个月	少于 4 个月 (效率提升)
设备租赁费	100 元/月, 合计 4 万	3000 元/月, 合计 120 万
人工费 (5000 元/人/月)	600 万	200 万
设备租赁总费用	604 万	320 万

资料来源: 国盛证券研究所

图表 37: 2019 年全国房屋市政工程生产安全事故类型划分

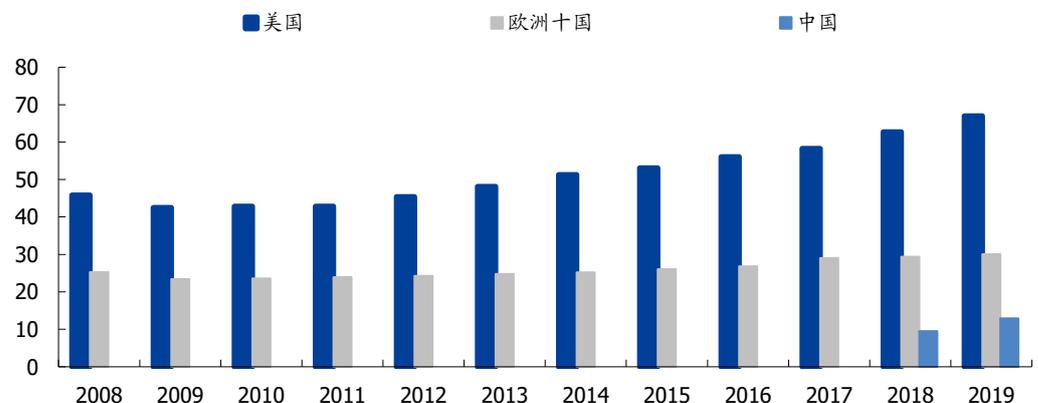


资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

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巨大:

- 1) 总保有量:** 截至 2019 年, 我国高空作业平台保有量约为 12.9 万台, 而美国高空作业平台保有量约 67.0 万, 为我国的 5.2 倍;
- 2) 人均保有量:** 美国、欧洲十国高空作业平台人均保有量分别约为 20.1 台/万人、8.5 台/万人, 远高于中国人均保有量的 0.9 台/万人;
- 3) 产品渗透率:** 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 3.1 台/亿美元、2.0 台/亿美元, 高于中国产品渗透率 0.8 台/亿美元。
- 4) 产品结构:** 我国高空作业平台市场的产品仍以剪叉式为主, 占比持续维持在 80% 以上, 而 2019 年美国租赁市场臂式设备保有量约有 23.8 万台, 占比达 38%; 欧洲十国臂式设备保有量约有 11.3 万台, 占比为 37.8%, 均高于中国市场。臂式相较剪叉式制造门槛更高, 但相应的具有更高的登高上限, 出租价格也远高于剪叉式。未来, 中国高空作业平台市场的产品结构也将进一步优化。

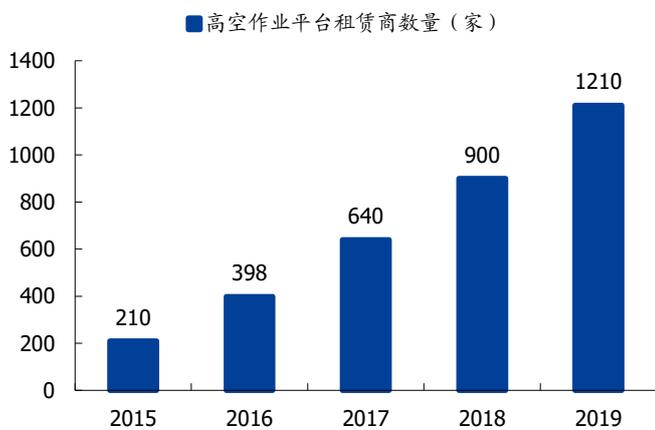
图表 38: 中国、欧洲、美国高空作业平台设备保有量变动趋势 (万台)



资料来源: IPAF, 华铁应急年报, 产业信息网, 国盛证券研究所

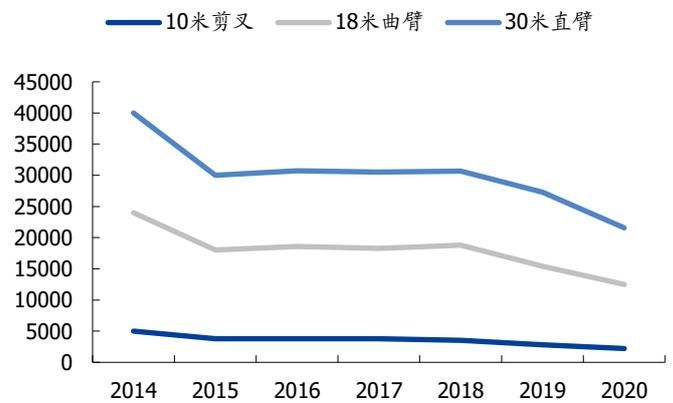
高空作业平台租赁目前的行业格局正处粗放式发展、高竞争阶段，龙头集中度有望进一步提升。高空作业平台行业的商业模式以租赁商采购，出租给终端用户使用为主，业主自购比例较低，租赁商为市场的核心主导者。从市场参与者看，租赁商数量近年来快速攀升，迅速由2015年的210家左右增长至2019年的超1200家；从出租率看，我国设备平均出租率2018年约77.2%，远高于美国的71%和欧洲十国的66%，行业景气度高；从设备月租金变动看，2018年起由于租赁供给大幅增加平均月租金显著下滑，2020年10米剪叉/18米曲臂/30米直臂的月租金分别下降21%/19%/21%，行业竞争日趋激烈。短期看租金下滑会导致租赁商经营承压，但长期看租金下降能够促进终端应用的普及，同时淘汰部分运营能力差、毛利率较低的租赁商（高毛利租赁商的租金水平整体高于低毛利租赁商），促市场集中度提升。当前我国工程机械及设备租赁行业前100强租赁商市场占比仅为3%，行业较为分散，市场竞争加剧、市场规范度提升等因素将进一步加速行业集中度提升。

图表 39: 高空作业平台租赁商数量变动



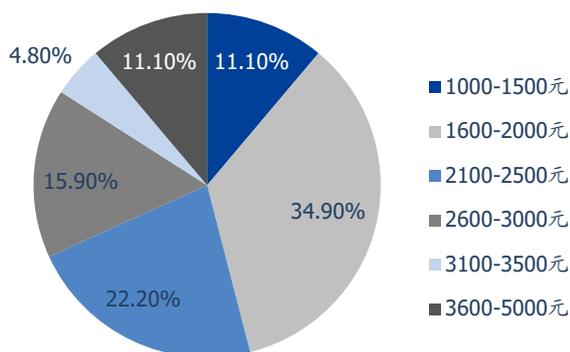
资料来源: 产业信息网, 国盛证券研究所

图表 40: 高空作业平台平均月租金变动 (元/月)



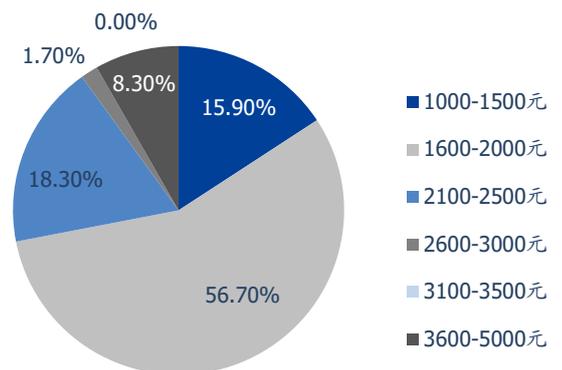
资料来源: 精英智汇, 国盛证券研究所

图表 41: 高毛利中小租赁商 10 米剪叉月租金的分布情况



资料来源: 精英智汇, 国盛证券研究所

图表 42: 低毛利中小租赁商 10 米剪叉月租金的分布情况



资料来源: 精英智汇, 国盛证券研究所

考虑设备保有量增长趋势、产品结构变化、租金水平等因素，高空作业平台市场年租赁收入规模预期可达 240 亿元。

图表 43: 高空作业平台租赁市场收入规模测算

假设	数据	备注
人均设备保有量	3.0 台/亿美元	对标美国市场
GDP	157983 亿美元	以 2020 年 GDP 为基数
预期设备保有量	47.4 万台	人均设备保有量*GDP
剪叉式设备保有量	35.5 万台	假设剪叉占比为 75%
臂式设备保有量	11.9 万台	假设臂式占比为 25%
整体设备出租率	80%	以 2018 年数据 77%为基础估算
剪叉式设备出租数量	28.4 万台	--
臂式设备出租数量	9.5 万台	--
剪叉式设备租金年收入	68.2 亿元	保守估计剪叉月租金为 2000 元/月
臂式设备租金年收入	171.4 亿元	保守估计臂式月租金为 15000 元/月
高空作业租赁市场年收入规模测算		240 亿元

资料来源: 国盛证券研究所

公司业务规模持续扩大, 客户资源丰富。公司自 2019 年 3 月起开始依托其全资子公司浙江大黄蜂重点布局高空作业平台租赁业务, 并将依托该品类形成全国性线上线下一体化网络。业务模式主要为通过融资租赁方式在设备厂家(徐工广联、中联重科、临工等企业)购入平台, 再以经营租赁方式将设备出租给中国中铁、中国铁建、中国建筑、中石化建设等客户。截至 2020 年末, 公司拥有高空作业平台超 20000 台, 在全国开设 60 家运营中心, 布局城市超 400 个, 站位国内高空设备租赁第一梯队。

产品矩阵丰富, 线上线下一体化布局。公司租赁产品含 4-16 米剪叉、13-26 米曲臂、20-58 米直臂共计 23 款产品, 覆盖各类高空作业需求, 产品结构完善。线下, 公司拥有专业租赁人才队伍以及覆盖 400 个城市的营销服务能力, 建立了本地化运营团队, 能够第一时间跟进满足客户需求; 线上, 公司创建了微信小程序, 用户可通过浏览附近门店、商品列表选择合适的产品并在意向提交界面留下联系方式。营销团队提供全天服务, 15 分钟内即可响应客户, 实现线上和线下的有效结合, 营销模式较为成熟。

图表 44: 公司高空作业平台产品类型



剪叉式



曲臂式



直臂式

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 45: 浙江大黄蜂线上小程序界面



资料来源: 官方小程序, 国盛证券研究所

图表 46: 浙江大黄蜂小程序意向提交界面



资料来源: 官方小程序, 国盛证券研究所

3. 竞争优势: 规模效应凸显, 渠道及管理优势构筑核心壁垒

3.1. 规模优势: 设备保有量大, 设备购置成本低

设备保有量稳步上升, 高出租率保障盈利能力。**1) 在高空作业平台方面**, 根据公司公告, 2019年3月以来, 公司持续大规模采购高空作业平台, 截至2020年12月已拥有高空作业平台超20000台, 约占全国设备量的10%。2020年底, 公司高空作业平台设备出租率已达90%, 较2019年平均出租率65%大幅提升, 高出租率带来较好资产盈利能力;**2) 建筑支护设备方面**, 公司拥有的钢支撑、贝雷、铝膜等支护设备总规模在中国基建物资租赁承包协会的会员中处于首位, 其中钢支撑支护设备的拥有量居全国第一。

上游厂商积极争取租赁商, 持续降低设备采购成本。高空作业平台租赁企业的上游包括临工、浙江鼎力、湖南星邦、中联重科、徐工机械等诸多设备厂商, 竞争较为激烈。在此背景下, 上游厂商陆续以放宽信用条件、建立战略合作等方式积极争取龙头租赁商, 各类优惠购置条件促龙头租赁商新增设备采购成本持续降低。如公司去年定增中, 中联、徐工各认购公司3623、1993万股, 分别获配金额2亿元和1.1亿元, 持续夯实双方战略合作关系。通过与上游厂商积极合作, 相比于中小型租赁商而言, 公司作为大型租赁商将具备更高的租赁投资回报率, 持续夯实成本优势。

图表 47: 国内高空作业设备租赁商与厂商的战略合作关系

高空作业设备租赁商	高空作业设备厂商
宏信建发	JLG, Genie, 浙江鼎力
众能联合	JLG, Genie, 浙江鼎力
徐工广联	徐工机械
浙江大黄蜂	徐工机械、中联重科
通冠	Genie, 浙江鼎力
东莞家锋	Genie, 徐工机械
广州力洛	Genie
重庆佰斯泰	Genie, 浙江鼎力
上海经纬	Genie, 浙江鼎力
中建锦程	JLG, 浙江鼎力

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

3.2. 专业性: 长期深耕建筑市场, 租赁专业性积淀深厚

公司创始人自 2001 年开始持续深耕建筑设备租赁业务, 很快成为行业内最大脚手架模板租赁单位; 2008 年公司正式组建后, 逐步发展地铁钢支撑业务、高空作业平台以及底下维修维护业务, 是国内首个建筑安全支护设备租赁上市企业。长期以来公司专注于建筑行业的设备组里, 积累了大量的供应链、管理、客户服务等方面的专业经验, 对于建筑设备租赁的理解更加深刻、服务更加细致。

3.3. 渠道优势: 全国化业务布局顺利, 后续有望带动 2C 业务增长

全国化网点建设持续推进, 调货协同能力强。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设立 20 余个大型仓储基地, 60 余个运营中心、服务 400 余个城市, 服务项目超过 3 万个, 逐步形成覆盖全国的业务运营网络。各网点配备本地化运营团队, 员工总计 4000 人, 第一时间跟进客户需求。全国化布局下, 公司可快速响应本地订单, 调货速度快, 运输成本低, 为租赁业务构筑核心壁垒。

网点布局带来的渠道优势可带动 to C 业务的增长。全国化的网点布局将持续为 to C 业务提供渠道优势, 相较 to B 业务, 为小客户提供租赁的 to C 业务现金流表现更优异, 利润率更高。从账期看, 央企等大客户的回款条件通常较差, 而小客户的账期周转能力普遍更强。从租金看, 小客户的设备日均租赁价格较高, 部分作业高度规格的设备租金可高出 70%, 盈利能力更强。当前公司的战略逐步向小客户倾斜, 小客户占比已相对较高, 有望持续推动公司盈利质量提升。

3.4. 管理优势: 数字化助力业务效率提升, 减少闲置提升利润率

民企机制灵活, 执行力强。公司为浙江省民营企业, 相对于同业国企竞争对手而言, 公司民企营销和激励机制更加灵活, 执行力更强, 在当前建筑机械化行业快速推进和市场环境持续变化的背景下, 公司可以更加及时有效地调整战略应对市场环境。

数字化平台覆盖业务流程各环节, 提高经营效率。公司当前已研发擎天系统, 可以通过

PC及移动端为员工提供在线实时流程管控、设备管理、结算财务、人员管理等多项功能，持续提升业务效率。

设备数字化管理可减少设备闲置，提升利润率。数字化管理系统下，各设备有独立的二维码跟踪入库、出库、出租各环节，对于设备保有量巨大的重资产租赁企业来说，高效的设备管理可避免设备闲置，让设备持续处于周转中，提升公司整体利润率。从同业主要可比公司 ROA 数据来看，公司近年来基本维持业内较高水平，2020 年 ROA5.4%，仅次于庞源租赁。

图表 48: 可比公司 ROA 对比

公司	2018 年	2019 年	2020 年
华铁应急	扣除矿机减值: 4.64% 未扣除前: 2.18%	7.66%	5.39%
宏信建发	1.70%	3.96%	3.14%
建设机械(庞源租赁)	4.68%	7.33%	6.18%
紫竹慧	1.33%	1.24%	4.87%

资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 49: 公司擎天数字化管理系统



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

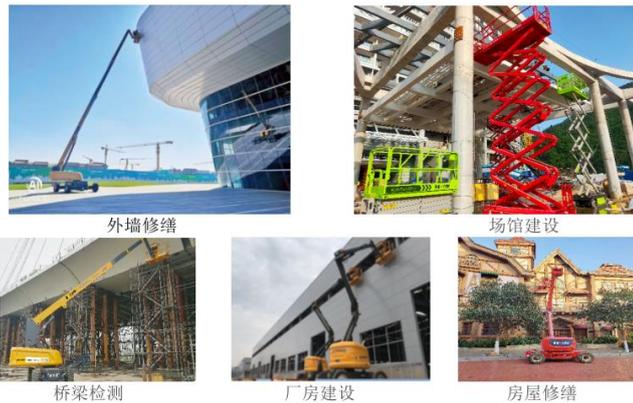
4. 未来增长点：转型城市运维，多区域、多业务持续开拓

4.1. 由新建设备租赁商逐步转为城市运维设备租赁商

从增量市场转入存量市场，打开业绩全新成长空间。一般而言，为避免资产过重，传统建筑施工企业并不会直接购置购置钢支撑、贝雷、脚手架等建筑施工支护设备，而往往采取租赁方式短期租用这类设备，因此公司传统的钢支撑、贝雷、脚手架等设备租赁业务增速也与建筑行业每年新建体量的增速高度相关。而随着我国建筑行业逐步从增量市场迈入存量市场，每年新建建筑总量增长趋于平缓，传统新建建筑设备租赁业务增长逐渐面临瓶颈。

在此背景下，公司大力开拓城市运维领域业务，包括：**1) 高空作业平台**，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，行业景气度较高；**2) 地下维修维护工程**，聚焦微创、非开挖式施工，以深基坑维护技术研发与地下连接搅拌墙桩机工程为核心领域，服务于大型基础设施建设、地铁、隧道的地下维修维护项目。公司有望由新建设备租赁商逐步转为城市运维设备租赁商，为业绩成长打开全新空间。2020 年公司实现高空作业平台租赁服务收入 4.7 亿元，同比大幅增长 395%，占总营收的 31%，表现亮眼。

图表 50: 高空作业平台的应用场景



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 51: 地下维修维护的应用场景



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

定增大比例投向高空作业平台，资金充裕驱动业务中长期持续成长。2020 年 8 月，公司已完成非公开发行股票发行，募集定增资金共 10.89 亿元（除去承销保荐费、中介费等发行费用），募集资金中 7.89 亿元将投向高空作业平台租赁服务能力升级扩建项目，其余用于偿还公司及子公司的银行贷款。该项目总投资 8.10 亿元，除去募集资金外的费用由公司承担，项目规划建设期 12 个月，实施主体为华铁大黄蜂（2019 年 10 月新设立的子公司，现尚未投入运营）。项目达产后，预计每年营业收入 2.0 亿元，年均净利润 7566 万元。

图表 52: 2020 年非公开发行股票募集资金使用计划

序号	项目	投资总额 (亿元)	募集资金拟投入金额 (亿元)
1	高空作业平台租赁服务能力升级扩建项目	7.89	7.89
2	偿还公司及子公司银行贷款	3.00	3.00
合计		11.10	10.89

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

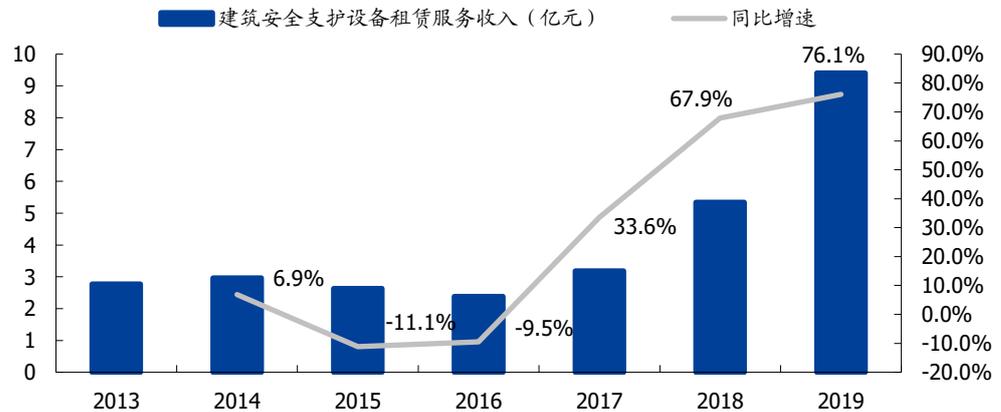
4.2. 渠道下沉后有望持续获得成长空间

公司具备 80 多个全国仓储、运营中心, 当前已拥有覆盖 400 多个城市的营销服务能力, 同时通过小程序等线上渠道结合城市网点, 实现线上线下有效结合, 全国化营销网点已趋于成熟。但考虑到三四线城市及区县级地区建筑施工和存量建筑养护需求也较为旺盛, 未来随着公司营销渠道逐步打开, 公司业务有望持续向三四线城市及区县级地区持续下沉, 持续获得成长空间。

4.3. 主业有望稳健增长, 多品类扩张打造更多业务增长点

建筑安全支护设备主业稳健增长。公司建筑安全支护设备租赁服务收入近几年来稳健增长, 2017-2019 年分别实现收入 3.18/5.34/9.40 亿元, 同比 33.6%/67.9%/76.1%, 后续有望维持稳健增长趋势。

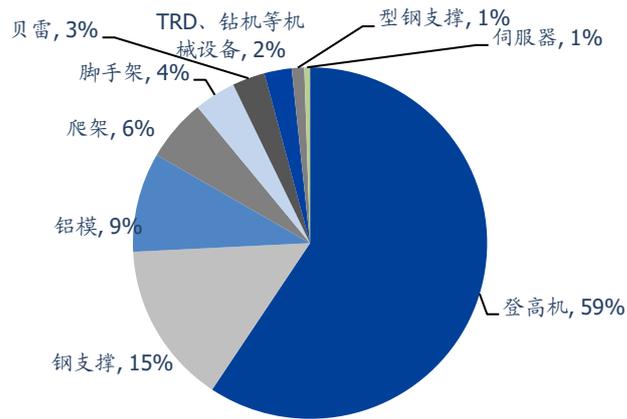
图表 53: 公司建筑安全支护设备租赁服务收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

经营租赁产品多元化, 多品类扩张打造更多业务增长点。公司早期业务以钢支撑、贝雷、脚手架为主, 现已涵盖高空作业平台、钢支撑、集成式升降操作平台、脚手架、铝合金模板、贝雷等设备租赁业务, 租赁设备日益多元, 多品类扩张打造更多业务增长点。

图表 54: 2020 公司通过经营租赁租出的固定资产结构

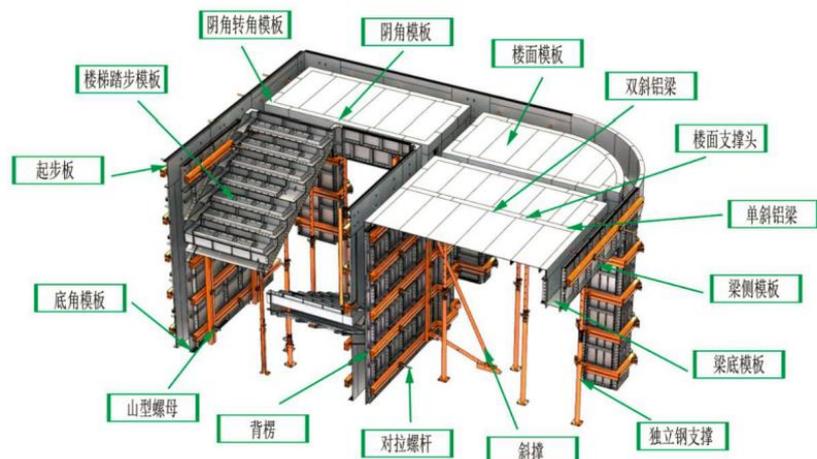


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

重点培育铝合金模板业务, 未来成长可期。公司于 2019-2021 年陆续完成浙江恒铝全部股权收购, 实现铝合金模板租赁业务的跨越式发展。浙江恒铝在浙江和贵州建有铝合金模板基地, 其生产能力和预拼装能力已达行业先进水平, 截至 2020 年末, 公司自有的铝模板面积已超 60 万平方米。铝合金模板相较传统木模板, 能节省人工、重复利用、承载力高, 具备安全、经济、低碳环保等综合优势。2020 年 5 月, 住建部发布《推进建筑垃圾减量化的指导意见》, 提出应大力推广应用铝模板、金属防护网等周转材料。近期政策亦持续大力推动碳达峰与碳中和, 推广绿色建筑, 铝模板中长期需求广阔。

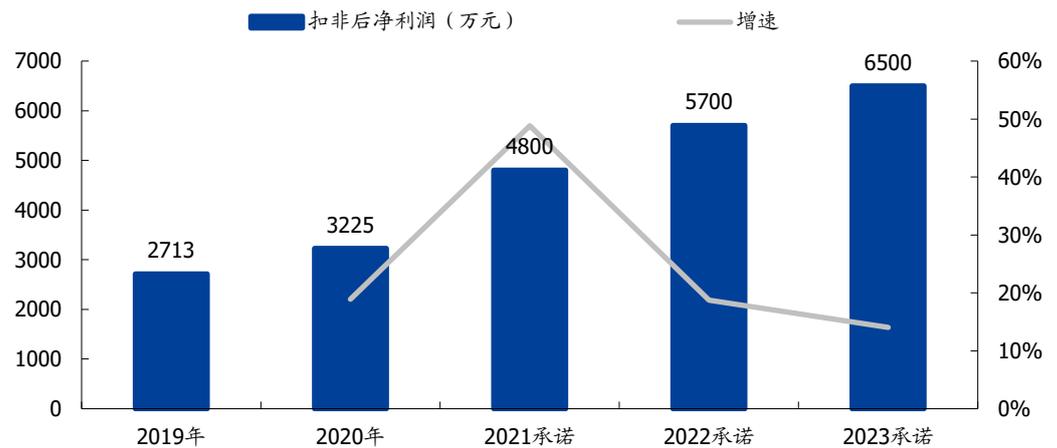
浙江恒铝 2019-2020 年分别完成扣非后净利润 2713/3225 万元, 2020 年同增 19%; 并在今年 1 月份收购剩余股份时承诺 2021-2023 年扣非后净利润分别不低于 4800/5700/6500 万元, 5 年复合增速 24%。

图表 55: 建筑铝模系统搭建后整体与局部效果



资料来源: 志特新材招股说明书, 国盛证券研究所

图表 56: 浙江恒铝扣非后净利润



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

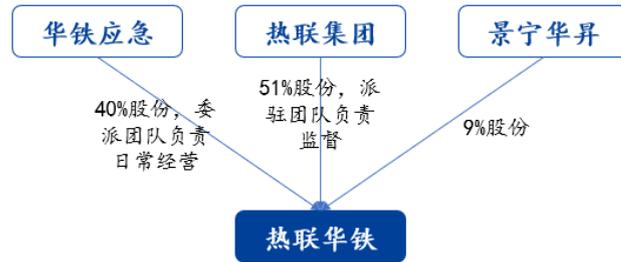
4.4. 布局第三方资产管理, 打造轻资产扩张模式

与国资热联集团合作开拓第三方资产管理新模式。今年2月份公司公告与热联集团共同投资设立热联华铁, 公司出资4000万元占股40%, 计划未来3年内总投入规模不少于30亿元, 用于购买租赁资产。新公司运营所需资金由热联集团负责筹集, 由华铁应急负责日常经营管理并获取利润分红及相关服务收入。热联集团成立于1997年10月, 注册资本33.9亿元, 总资产约308亿元, 是隶属杭州市实业投资集团的国有控股公司。热联集团专业从事国际、国内钢铁贸易黑色大宗商品及产业服务, 网点建设遍布国内25个城市及海外15个国家和地区。2019年, 热联集团实现销售总量4570万吨, 销售收入1182亿元, 2016-2019年连续四年蝉联中国钢贸企业百强榜综合榜前二。

新公司以承插式盘扣脚手架租赁等相关业务作为其主营业务, 由华铁应急委派团队负责日常运营, 热联集团负责督查。项目公司第一年不分配利润, 第二年起新公司缴纳所得税后的利润, 就当年考核利润的50%按照出资比例进行分配。

轻资产扩张模式有望复制, 持续提升市占率与盈利能力。截至2020年末, 公司最新经营性资产固定资产原值约50亿元, 新公司投资如果达到30亿元, 则公司管理设备资产规模将快速提升60%至80亿元, 有望大幅提升盈利能力并扩大市场占有率。新公司设立后, 将发挥华铁应急在设备租赁行业丰富的行业经验、全国销售渠道及完善的业务团队等优势, 并结合热联集团在盘扣等产品涉及的钢铁产业链及国有企业资金等优势, 实现共赢。新公司所需资金由热联集团负责筹集, 公司负责运营管理, 该模式有利降低了公司发展中对资本投入的依赖, 为公司首次轻资产运营模式举措, 符合公司平台化发展战略, 且该模式具备复制推广可能性。

图表 57: 与热联集团合资成立热联华铁股权及责任分配



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

5.1. 盈利预测

对于营收, 我们预计公司高空作业平台业务 2021-2023 年分别实现营收 7.5/11.3/15.6 亿元, 同增 59%/50%/39%; 传统主业则分别实现营收 6.9/8.6/10.7 亿元, 同增 14%/24%/24%。在此基础上预测公司 2021-2023 年整体分别实现营收 20.2/26.3/33.5 亿元, 同增 33%/31%/27%。

对于毛利率, 2020 年受疫情影响毛利率有所降低, 我们预计 2021-2023 年公司高空作业平台、传统主业、吉通地空业务毛利率均呈持续恢复趋势, 带动公司未来 3 年整体毛利率分别为 62.0%/64.9%/68.6%。

图表 58: 公司营收成本毛利拆分预测表 (亿元)

收入成本拆分表	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E
收入 (亿元)	11.5	15.2	20.2	26.3	33.5
高空作业平台	1.0	4.7	7.5	11.3	15.6
传统租赁业务	5.8	6.1	6.9	8.6	10.7
吉通地空	1.8	2.0	2.3	2.7	3.1
其他业务	3.0	2.4	3.4	3.7	4.1
收入增速	30.0%	32.1%	32.3%	30.5%	27.3%
高空作业平台		394.6%	58.5%	50.0%	38.7%
传统租赁业务		5.5%	13.8%	24.0%	23.9%
吉通地空		14.5%	14.8%	15.7%	15.0%
其他业务		-21.6%	12.0%	11.0%	10.0%
毛利 (亿元)	8.2	8.2	12.5	17.1	23.0
高空作业平台	0.6	2.3	4.1	6.8	10.1
传统租赁业务	4.3	3.1	4.6	6.0	8.0
吉通地空	1.1	1.2	1.4	1.7	2.0
其他业务	2.2	1.6	2.4	2.6	2.9
毛利率	71.4%	53.6%	62.0%	64.9%	68.6%
高空作业平台	65.5%	48.1%	55.0%	60.0%	65.0%
传统租赁业务	75.0%	50.0%	66.0%	70.0%	75.0%
吉通地空	60.0%	60.0%	61.0%	62.0%	63.0%
其他业务	73.1%	68.4%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2. 估值及投资建议

基于上述假设, 我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.5/6.0/7.9 亿元, 同比增长 40%/34%/31%, EPS 分别为 0.50/0.67/0.87 元, 2020-2023 年 CAGR 为 35%, 当前股价对应 PE 为 18/13/10 倍, 考虑到国内租赁行业成长趋势明确, 公司规模、管理、渠道等优势突出, 给予“买入”评级。

图表 59: 可比公司估值表

代码	公司	最新收盘价 (元/股)	EPS (元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600984.SH	建设机械	11.92	0.83	1.10	1.38	14.4	10.9	8.6
603338.SH	浙江鼎力	65.39	2.27	2.94	3.55	28.8	22.2	18.4
URI.N	URI	329.29	20.69	23.66	27.20	15.9	13.9	12.1
AHT.L	Ashtead	48.01	1.55	1.82	2.17	31.0	26.4	22.1
	平均值					22.5	18.3	15.3

资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所, 股价截至 2021/5/12, 建设机械与浙江鼎力 EPS 数据来自 Wind 一致预期, URI 股价及 EPS 单位为“美元”, Ashtead 股价及 EPS 单位为“英镑”。

6. 风险提示

主要设备租金下降超预期风险；行业竞争加剧风险

主要设备租金下降超预期风险

建筑安全支护设备租赁行业景气度受基建、地产行业投资强度影响，如若建筑行业投资放缓，可能造成主要设备租金持续下降，行业景气度下滑。

行业竞争加剧风险

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。与此同时，建筑机械租赁行业竞争也在加剧，越来越多的设备租赁商进入后可能会对行业竞争环境造成重大影响，导致公司毛利率下滑，对公司经营产生负面影响。

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