

发力高空作业平台，推进轻资产+数字化转型

买入|首次覆盖

——华铁应急公司首次覆盖报告

报告要点：

● 国内工程机械设备租赁龙头，高空作业平台驱动成长

公司主要的业务板块包括建筑支护设备租赁、高空作业平台租赁和地下维修维护。公司所在地铁钢支撑领域技术与规模市场第一，同时地下维修维护工程微创施工技术领先。公司于2019年进入高空作业平台租赁市场，目前位列行业第一梯队。受益于高空作业平台业务的放量，2021年公司营收26.08亿元，同比增长71.01%，归母净利润4.98亿元，同比增长54.31%。2022Q1，公司延续业务的快速扩张趋势，实现营收6.43亿元，同比增长55.29%；实现归母净利润1.07亿元，同比增长41.40%。

● 多次定增提升竞争实力，积极贯彻强激励战略

公司先后发布三笔定增，用于升级建筑安全支护设备租赁、高空作业平台租赁服务能力、补充公司流动资金等方面。公司多次推出股权激励吸引人才，2018-2020年公司连续三年开展限制性股票激励。2021年公司实施了两期股权激励以及一期员工持股计划，实现核心员工与公司利益的深度捆绑。

● 高空作业平台租赁市场持续扩容，公司规模加速扩张

安全性和经济性的因素不断催化高空作业平台的需求，而租赁已经成为市场的主流模式。根据测算，我们预计2025年国内高空作业平台的租赁市场设备保有量69.3万台；对应2025年租赁市场规模307.76亿元，2021-2025年CAGR为25.24%。公司重点布局高空作业平台租赁业务，2021年管理规模达4.7万台，同比增长125.1%，管理设备规模已占据国内第二。经营规模上，公司深化全国网点布局，截至2021年，在全国开设超150家运营中心，布局的城市超过400个，基本覆盖全国重要城市。

● 以轻资产+数字化为方向，持续提升运营效率

公司先后合作热联集团、徐工广联、苏银金租，持续深入的探索轻资产合作模式。2021年，借助“热联华铁”的轻资产合作经验，公司在高空作业平台板块重点推进“转租”轻资产模式，目前转租设备台数近5000台，资产价值超过6亿元，累计带来营业收入超过1.2亿元。2021年12月，公司聘任前蚂蚁集团共享出行事业部总经理彭杰中为公司总经理，帮助公司进行组织架构优化、数字化租赁平台搭建，强化推进数字化转型。

● 投资建议与盈利预测

我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为6.70/9.25/12.41亿元，同比增长34%/38%/34%。对应2022-2024年EPS分别为0.74/1.02/1.37，当前股价对应PE分别为14.9/10.8/8.1，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险、业务开拓带来的管理风险、设备租赁价格下降超预期风险、应收账款回款不及预期风险

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1524.35 | 2606.86 | 3492.39 | 4633.07 | 6044.52 |
| 收入同比(%) | 32.11 | 71.02 | 33.97 | 32.66 | 30.46 |
| 归母净利润(百万元) | 322.82 | 498.13 | 669.74 | 924.90 | 1240.57 |
| 归母净利润同比(%) | 17.09 | 54.31 | 34.45 | 38.10 | 34.13 |
| ROE(%) | 9.68 | 13.43 | 15.54 | 18.83 | 21.78 |
| 每股收益(元) | 0.36 | 0.55 | 0.74 | 1.02 | 1.37 |
| 市盈率(P/E) | 30.92 | 20.04 | 14.90 | 10.79 | 8.05 |

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价：11.70元

基本数据

52周最高/最低价(元)：14.62/7.83

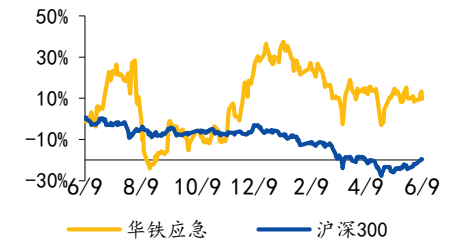
A股流通股(百万股)：890.35

A股总股本(百万股)：901.85

流通市值(百万元)：10,417.15

总市值(百万元)：10,551.60

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 凌晨

执业证书编号 S0020521110002

电话 021-51097188

邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

目 录

| | |
|--|----|
| 1. 国内工程机械设备租赁龙头，高空作业平台驱动成长..... | 5 |
| 1.1 公司从建筑支护设备租赁向高空作业平台、地下维修维护领域拓展 | 5 |
| 1.2 多次定增提升竞争实力，积极贯彻强激励战略 | 6 |
| 1.3 高空作业平台业务发力，驱动公司业绩增长 | 9 |
| 2. 高空作业平台租赁市场持续扩容，公司规模加速扩张..... | 11 |
| 2.1 高空作业平台市场需求不断提升 | 11 |
| 2.2 租赁市场的崛起，助力我国高空作业平台市场规模持续扩容 | 14 |
| 2.2.1 高空作业平台租赁市场快速发展 | 14 |
| 2.2.2 对标海外成熟市场，我国高空作业平台市场规模仍具有巨大提升空间 | 15 |
| 2.2.3 预计 2025 年我国高空作业平台租赁市场规模将达到 307.76 亿元 | 16 |
| 2.3 华铁应急：高空作业平台经营规模翻倍增长，管理规模升至行业第二..... | 18 |
| 2.3.1 2021 年公司管理规模提升至行业第二，市占率达到 14% | 18 |
| 2.3.2 线上线下一体化网络布局成效显著，2021 年公司网点数量实现翻倍增长 | 20 |
| 3. 传统主业巩固龙头地位，积极推进地下维修维护业务..... | 21 |
| 3.1 建筑支护设备领域：地铁钢支撑龙头企业，积极扩充设备品种..... | 22 |
| 3.2 地下维修维护：微创施工技术领先，持续开拓工法应用新场景..... | 23 |
| 3.2.1 地下维修维护的应用领域广阔 | 23 |
| 3.2.2 公司地下维修维护工程微创施工技术领先 | 24 |
| 4. 以轻资产+数字化为方向，持续提升运营效率 | 25 |
| 4.1 深入探索轻资产合作模式，持续提高资产运营效率 | 25 |
| 4.2 加速推动公司数字化转型，积极优化业务流程 | 27 |
| 5. 盈利预测和投资评级..... | 27 |
| 6. 风险提示 | 29 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司主要发展历程..... | 5 |
| 图 2: 公司经营模式示意图..... | 6 |
| 图 3: 公司股权结构..... | 7 |
| 图 4: 2021 年公司营收达 26.07 亿元, 同比增长 71.02%..... | 9 |
| 图 5: 2021 年公司归母净利润 4.98 亿元, 同比增长 54.31%..... | 9 |
| 图 6: 公司营收结构按产品收入拆分 (单位: 亿元)..... | 10 |
| 图 7: 2021 年高空作业平台业务的营收占比达 42.24%..... | 10 |
| 图 8: 公司毛利率及净利率水平..... | 10 |
| 图 9: 规模效益下公司费用率持续下降..... | 10 |
| 图 10: 2021 年公司 ROE 为 13.43%..... | 11 |
| 图 11: 公司经营性现金流净额及同比增长情况..... | 11 |
| 图 12: 高空作业机械总体分类..... | 12 |
| 图 13: 2021 年全国房屋市政工程生产安全事故..... | 12 |
| 图 14: 2021 年我国建筑业从业人数为 5282.94 万人, 连续三年减少..... | 13 |
| 图 15: 建筑业城镇单位就业人员月平均工资逐年提升..... | 13 |
| 图 16: 2021 年我国农民工平均年龄为 41.7 岁..... | 13 |
| 图 17: 2021 年我国高空作业平台销量达 16.01 万台..... | 14 |
| 图 18: 2020 年我国工程机械租赁市场规模达 8040 亿元..... | 14 |
| 图 19: 2019 年我国工程机械设备租赁市场渗透率为 55.0%..... | 14 |
| 图 20: 2017-2021 年中国高空作业平台保有量情况..... | 15 |
| 图 21: 2020 年美国/欧洲/中国高空作业平台人均保有量..... | 16 |
| 图 22: 2019 年美国/欧洲/中国高空作业平台渗透率..... | 16 |
| 图 23: 2021 年公司设备保有量 4.7 万台, 位列行业第二..... | 19 |
| 图 24: 2021 年公司市占率提升至 14.4%..... | 19 |
| 图 25: 2021 年公司与宏信建发高空作业平台业务的营收和毛利率对比..... | 19 |
| 图 26: 2021 年华铁应急平均出租率达 85.67%..... | 19 |
| 图 27: 公司现有的全国网点分布..... | 21 |
| 图 28: 公司建筑支护设备主要产品..... | 22 |
| 图 29: 不同场景的地下维修维护工程..... | 24 |
| 图 30: 公司资产规模不断提升..... | 26 |
| 图 31: 2021 年公司资产负债率达 61.34%..... | 26 |
| 图 32: 公司与热联集团合资成立子公司热联华铁, 探索轻资产模式..... | 26 |
| | |
| 表 1: 公司定增情况..... | 8 |
| 表 2: 公司股权激励情况..... | 8 |
| 表 3: 公司员工持股计划..... | 9 |
| 表 4: 2025 年国内高空作业平台保有量测算..... | 16 |
| 表 5: 国内主要厂商各类型产品均价统计 (万元/台)..... | 17 |

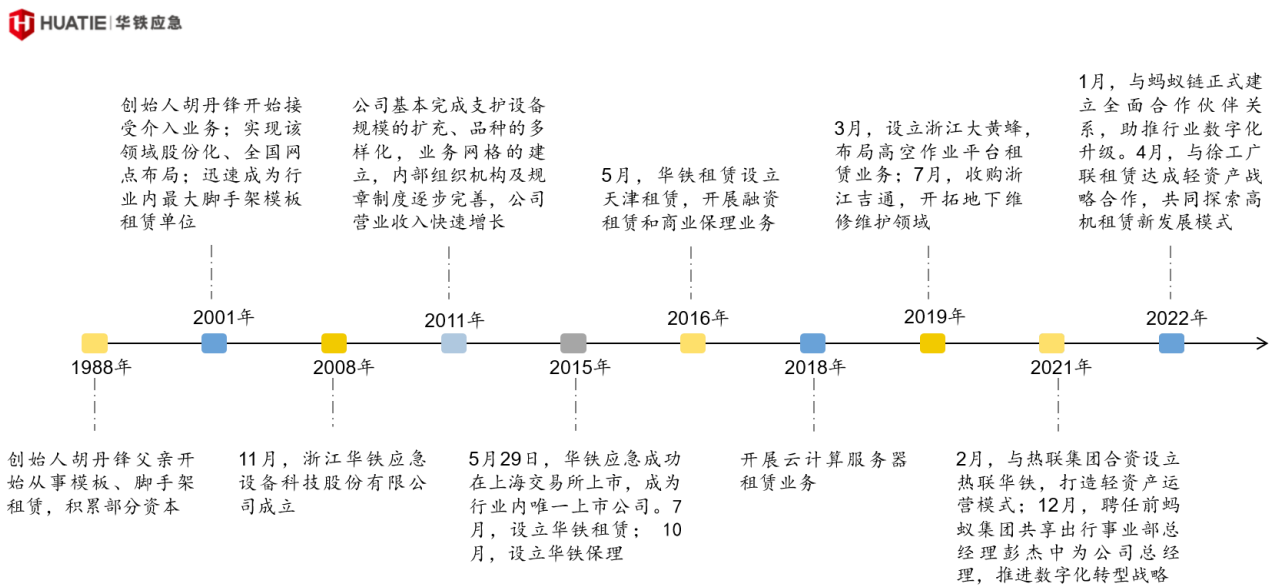
| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 6: 全球高空作业平台市场价格趋势..... | 17 |
| 表 7: 2025 年国内高空作业平台市场规模测算..... | 18 |
| 表 8: 公司高空作业平台主要租赁产品包括剪叉式、曲臂式和直臂式..... | 18 |
| 表 9: 高空作业平台产品的月租金对比 (单位: 元)..... | 20 |
| 表 10: 公司地下维修维护产品介绍..... | 25 |
| 表 11: 公司总经理彭杰中先生工作经历..... | 27 |
| 表 12: 分业务收入及毛利率 (单位: 百万元)..... | 28 |
| 表 13: 可比公司估值情况..... | 29 |

1. 国内工程机械设备租赁龙头，高空作业平台驱动成长

1.1 公司从建筑支护设备租赁向高空作业平台、地下维修维护领域拓展

华铁应急是国内设备租赁龙头企业。公司于2008年正式成立，2015年于上交所上市。公司主要产品包括高空作业平台、地铁钢支撑、民用钢支撑、铝合金模板、集成式升降操作平台、地下维修维护工法等，广泛应用于建筑施工建设、市政设施建设、轨道交通建设、文物保护、水利工程等领域。公司所在地铁钢支撑领域技术与规模市场第一，同时地下维修维护工程微创施工技术领先。公司2019年进入高空作业平台租赁市场，目前位列行业第一梯队。公司致力于通过大数据、物联网等技术运用实现租赁行业互联网化、数字化、智能化，提升设备运行及服务效率。

图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，招股说明书，公司年报，国元证券研究所

公司发展历程回顾：（1）建筑支护设备租赁业务起家，建筑安全支护设备为主要产品。公司成立于2008年，该年度公司主要以采购支护设备为主；2011年，公司基本完成支护设备规模的扩充、品种的多样化，业务网络的建立，内部组织机构及规章制度逐步完善，公司营业收入快速增长；2012年起，公司进入业务发展期，公司资产规模和业务网点逐步增加。

（2）2015年开拓融资租赁、商业保理和服务器租赁业务。2015年5月，公司于上交所上市。2015-2016年期间，公司先后设立华铁租赁、华铁保理、天津租赁，开拓融资租赁和商业保理业务。

（3）2019年起战略定位城市运维领域，布局高空作业平台及地下维修维护领域。2019年，公司成立浙江大黄蜂，重点布局高空作业平台租赁业务，并将依托该品类进而形成全国性线上线下一体化网络的战略发展方向。同年7月，公司收购浙江吉通，开拓地下维修维护领域。至此，公司形成建筑支护设备租赁服务、高空作业平台

租赁服务和地下维修维护服务三大板块的业务布局。

(4) 2020 年至今，积极推动轻资产+数字化转型。2021 年 2 月，公司与热联集团合资设立热联华铁，打造轻资产运营模式；2021 年 12 月，聘任前蚂蚁集团共享出行事业部总经理彭杰中为公司总经理，推进数字化转型战略；2022 年 1 月，华铁应急与蚂蚁集团旗下蚂蚁链签署协议，正式建立全面合作伙伴关系，双方将共同就区块链、物联网、人工智能等技术在工程机械等行业的应用开展合作，共建全新的设备追踪信任体系，打造工程设备链平台，助推行业数字化升级；2022 年 4 月，公司与徐工广联达成轻资产战略合作，共同探索高机租赁新发展模式。2022 年 6 月，公司合作苏银金租，不断开拓轻资产合作方。

在经营过程中，公司采取的是以租赁为核心，“采购+资产管理+租赁+服务”一体化的经营模式。1) **采购模式**：公司按照“统一管理、集中采购”的原则合理安排采购。通过与国内外知名品牌供应商建立长期稳定的合作关系，确保采购设备的供应充足和及时。集中采购的实施提高了公司的议价能力，有效控制采购成本。2) **资产管理**：公司将设备管理与物联网技术深度融合，实现设备远程监控、资产调度、云围栏、决策分析等功能，实现资产全生命周期管理，优化产品整体出租率、租赁价格及资产处置效益等。3) **方案设计**：公司依托专业的技术团队，根据单体项目情况设计最佳实施方案，并形成人员及设备最优组合方案，为客户提供优质服务。4) **设备出租及安装**：公司组建专业租赁人才队伍，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，形成能覆盖 400 多个城市的营销服务能力。除设备租赁外，公司会根据客户需求，对部分产品或设备提供安装等综合服务，便于客户更好地使用设备，提升客户施工效率。5) **售后服务**。在线上线下服务网络的基础上，公司结合行业内领先的技术优势提供更多增值服务。

图 2：公司经营模式示意图



资料来源：公司年报，国元证券研究所

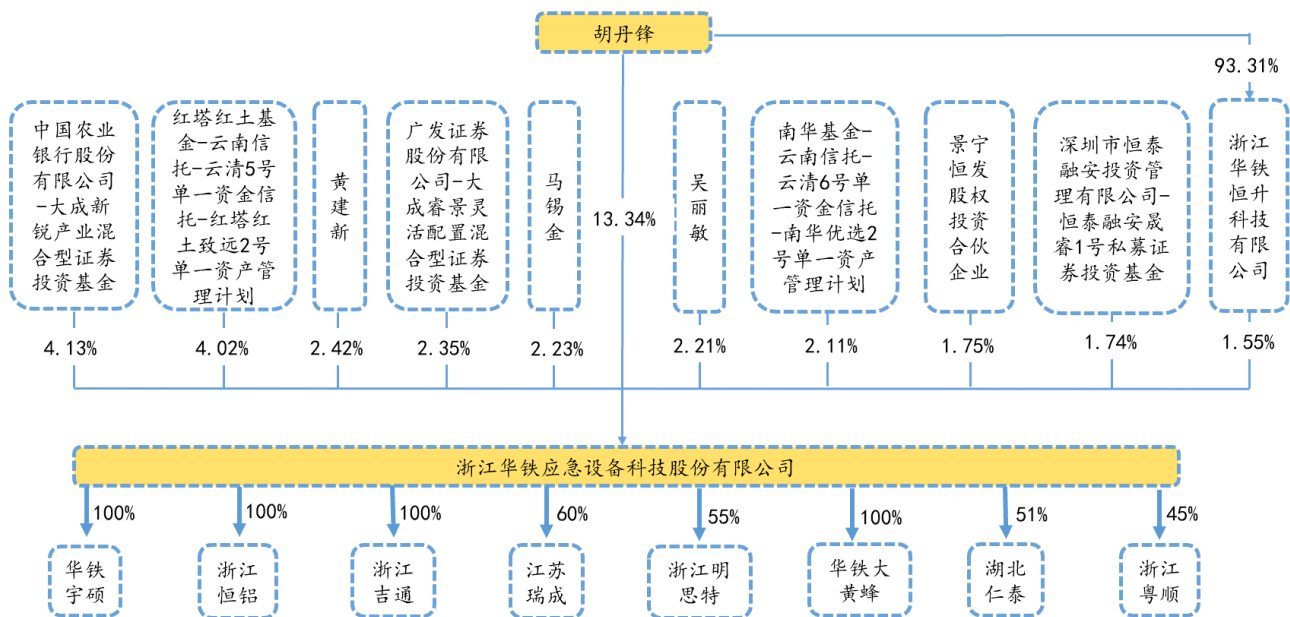
1.2 多次定增提升竞争实力，积极贯彻强激励战略

公司股权结构较为分散，实控人胡丹峰持有公司 14.89% 的股份。公司实际控制人为

董事长胡丹峰，直接持有公司 13.34% 的股份，并通过华铁恒升间接持有公司 1.55% 的股份，合计共持有公司 14.89% 的股份，若华铁应急第三次拟定增的股份发行可达上限，则胡丹峰控股比例将提升到 22.41%。

公司积极通过子公司的成立和收购扩张业务版图。2019 年，公司先后成立浙江大黄蜂、收购浙江吉通 51% 的股权，由传统的建筑支护设备租赁业务延伸到高空作业平台租赁业务和地下维修维护业务。2021 年公司收购主营铝模板的浙江恒铝和主营爬架的浙江粤顺、湖北仁泰，进一步增强高空作业平台和建筑支护设备租赁服务业务板块间的协同效应；同时收购浙江吉通剩余 49% 的股权以巩固公司在地下维修维护板块的战略地位。2021 年，公司和热联集团成立合资子公司热联华铁，持续探索轻资产模式。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：截止 2022 年一季度报

公司先后通过定增升级租赁业务，提升实控人持股比例。公司于 2018 年 3 月定增 3.72 亿元，升级建筑安全支护设备租赁服务能力。2020 年 8 月，公司通过向高空作业平台的上游供应商徐工、中联重科定增 11 亿元，持续夯实和上游供应商的战略合作关系，并积极扩建高空作业平台租赁服务能力。2021 年 4 月，公司提出向胡丹峰控制的华铁大黄蜂定增不超过 6 亿元的方案，补充公司流动资金的同时加强公司实控人的控制权，稳定股权结构。

表 1：公司定增情况

| 定增时间 | 认购对象 (拟发行对象) | 认购数量 (拟发行数量) | 发行价格 (元/股) | 募集资金总额 | 募集资金用途 | |
|-----------|---------------------------------------|-----------------|---|--------|--------------------------|---|
| 2018.3.8 | 黄建新 | 1640 万股 | 共 4920 万股，占发行前 公司总股本的 12% | 7.56 | 3.72 亿元 | 建筑安全支护设备租赁服 务能力升级扩建项目 |
| | 屠榕皓 | 1640 万股 | | | | |
| | 东海基金管理有限责任公司 | 1640 万股 | | | | |
| | 扬中市徐工产业投资合伙企 业（有限合伙） | 3623 万股 | | | | |
| 2020.8.22 | 南华基金管理有限公司 | 3623 万股 | 共 19927 万股，占公司 发行前总股本的 29% | 5.52 | 11 亿元 | 高空作业平台租赁服务能 力升级扩建项目 7.9 亿元； 偿还公司及子公司银行贷 款 3 亿元 |
| | 红塔红土基金管理有限公司 | 3623 万股 | | | | |
| | 范永明 | 3080 万股 | | | | |
| | 中联重科股份有限公司 | 1993 万股 | | | | |
| | 吴丽敏 | 1993 万股 | | | | |
| 2021.4.6 | 马锡金 | 1993 万股 | 不低于 4380 万股且不超过 8759 万 股，未超过本次发行前公司总股本的 30% | 6.85 | 不低于 3 亿 元且不超过 6 亿元 | 补充公司流动资金 |
| | 浙江华铁大黄蜂控股有限公 司（公司实际控制人胡丹锋 控制公司） | | | | | |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司多次推出股权激励计划吸引人才，助力公司的长期发展。公司充分利用上市公司平台，每年至少一次开展股权激励计划，促使核心业务、技术及管理等各方人才与公司形成利益共同体，激发现有员工工作动力、提升对外部人才的吸引力和竞争力，促进公司长期战略目标的实现。2018-2020 年，公司连续三年开展限制性股票激励，以年净利润为解锁标准。2021 年公司实施了两期股权激励方案以及一期员工持股计划，实现核心员工与公司利益的深度捆绑。

表 2：公司股权激励情况

| 时间 | 授予数量 (万股) | 授予人数 | 业绩考核目标 |
|------------------|--------------|------|---|
| 2018 年 6 月 5 日 | 3075 | 40 | 2018 年净利润不低于 5000 万元； 2019 年净利润不低于 6000 万元。 |
| 2019 年 11 月 12 日 | 2226 | 62 | 2019 年净利润不低于 26000 万元； 2020 年净利润不低于 30000 万元。 |
| 2020 年 9 月 24 日 | 2334 | 159 | 2020 年净利润不低于 30000 万元； 2021 年净利润不低于 33000 万元。 |
| 2021 年 6 月 22 日 | 4170 | 857 | 2021-2022 两年累计营收不低于 51.24 亿元； 2021-2023 年三年累计营收不应低于 93.09 亿元； 2021-2024 四年累计营收不低于 151.68 亿元。 |
| 2021 年 12 月 22 日 | 1566 | 45 | 2022 年营收不低于 29.89 亿元； 2022-2023 年两年累计营收不低于 71.74 亿元； 2022-2024 年三年累计营收不低于 130.33 亿元。 |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 3：公司员工持股计划

| 购买日期 | 人员范围 | 成交均价 | 二级市场买入股数 (万股) | 占公司总股本 |
|------------------|---|-------|------------------|--------|
| 2021 年 12 月 11 日 | 公司董事、监事、高级管理人员和核心骨干人员 (含子公司); 总人数共计 不超过 100 人 | 11.27 | 1457 | 1.62% |

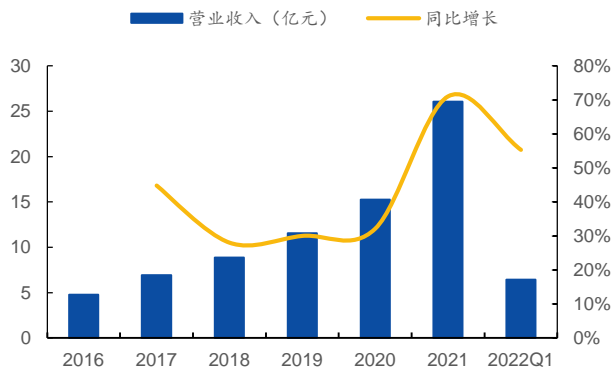
资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 高空作业平台业务发力，驱动公司业绩增长

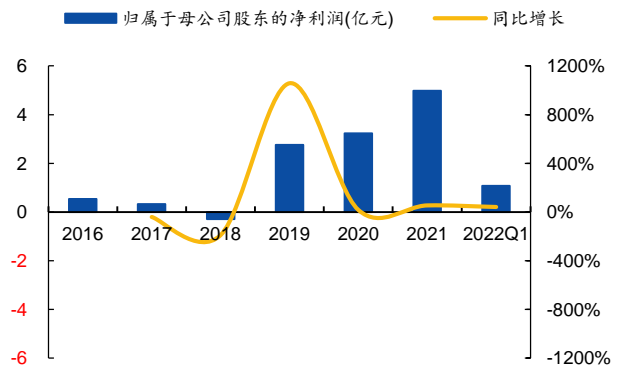
高空作业平台业务驱动公司营收和利润的攀升。公司营业收入持续增长，由 2016 年的 4.79 亿元提升至 2021 年的 26.07 亿元，CAGR 为 40.33%。2016-2018 年间，公司在云计算、融资租赁等多个业务间探索，由于和公司的传统设备租赁业务相关度较低，公司的营业收入仍持续增长，但对公司的归母净利润形成了负面影响。2019 年起，公司聚焦于设备租赁主业，积极推进高空作业平台以及地下维修维护业务的开拓。2021 年，受益于高空作业平台业务的放量，公司营收达 26.07 亿元，同比增长 71.02%，归母净利润达到 4.98 亿元，同比增长 54.31%。2022Q1，公司延续业务的快速扩张趋势，实现营收 6.43 亿元，同比增长 55.29%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长 41.40%。

图 4：2021 年公司营收达 26.07 亿元，同比增长 71.02%

图 5：2021 年公司归母净利润 4.98 亿元，同比增长 54.31%



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

高空作业平台业务加速放量，公司营收结构渐趋优化。2019 年，公司进军高空作业平台租赁市场，设立“大黄蜂”品牌，并通过并购浙江吉通，布局地下维修维护工程。同时出售专营云计算服务器租赁的子公司华铁恒安，对自身业务进行改革，完成三大板块的布局，将重心放在设备租赁领域。公司的业务调整促进了公司营收结构的优化。2021 年，公司高空作业平台业务和地下维修维护工程业务分别实现营收 10.94/2.55 亿元，分别同比增长 131.03%/35.64%；营收占比分别达到 42.24%/9.84%。

图 6：公司营收结构按产品收入拆分（单位：亿元）

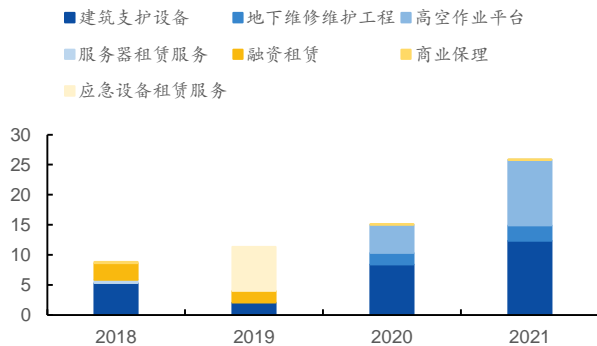
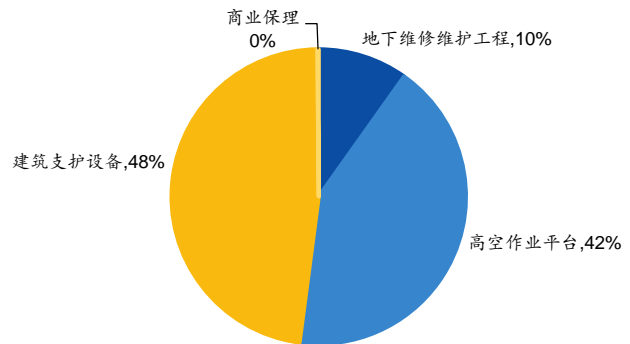


图 7：2021 年高空作业平台业务的营收占比达 42.24%



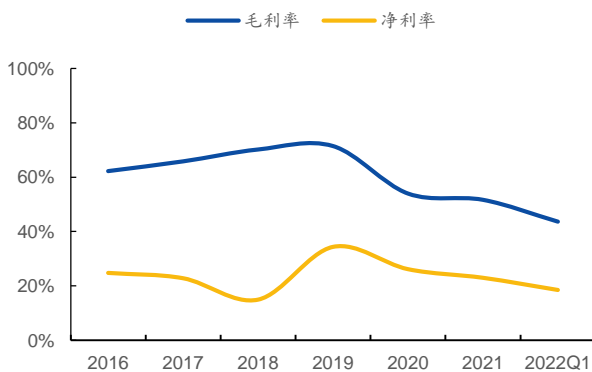
资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

公司利润水平有所下滑。2021 年公司毛利率为 51.62%，同比减少 2.31pct，其中高空作业平台、建筑支护设备、地下维修维护业务的毛利率分别为 52.15%、51.40%及 53.61%，分别同比增长 4.04pct、-6.62pct 及 3.61pct。2022Q1 公司毛利率为 43.60%，同比下降 7.01pct，利润水平下滑主要系公司的高空作业平台规模扩张导致成本提升，疫情冲击下设备出租率小幅下滑所致。

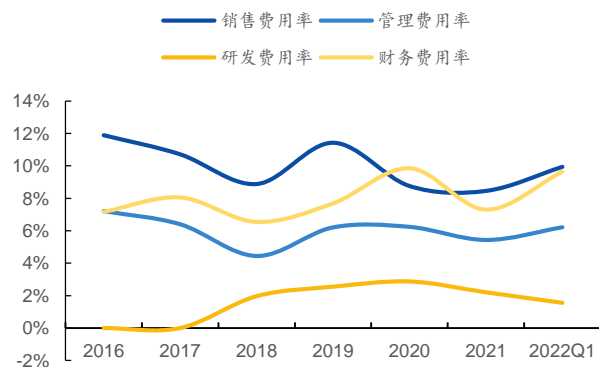
规模效益下公司费用率持续下降。公司规模持续扩张，期间费用率由 2019 年的 27.86% 持续下滑至 2021 年的 23.39%，规模效益逐渐显现。2022Q1，公司期间费用率为 27.35%，同比下滑 0.67pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比提升 0.98/-0.69/-0.77/-0.18 pct，销售费用率的提升主要系公司规模扩张下，职工薪酬相应上升所致；管理和研发费用率随着公司规模效益的显现呈现持续下降趋势。

图 8：公司毛利率及净利率水平



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：规模效益下公司费用率持续下降

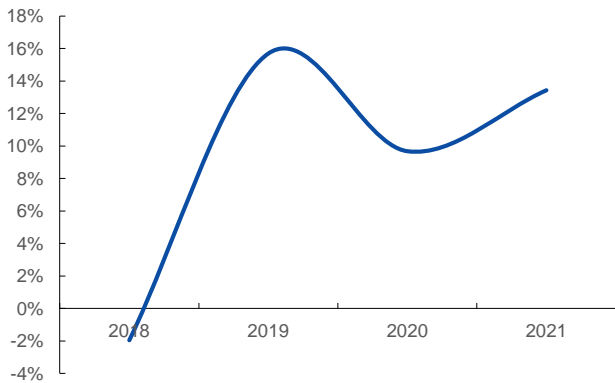


资料来源：Wind，国元证券研究所

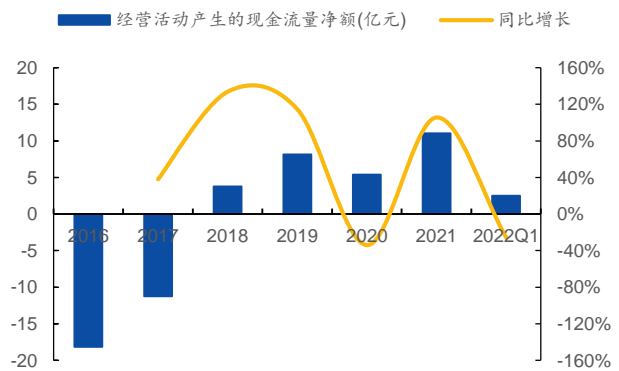
盈利能力稳步提升，奠定公司持续发展基础。公司在 2019 年重新聚焦于设备租赁业务后，持续推行轻资产数字化运营，盈利能力和盈利质量有所提升。公司 ROE 从 2018 年的-1.95%上升到 2019 年的 15.69%，2020 年受疫情影响略有下滑，2021 年达到 13.43%。2021 年公司经营性现金流量净额达到 11.05 亿元，同比增长 105.51%，主要系公司规模扩大，同时公司加强了回款，这为公司后续的经营提供有力支持。

图 10：2021 年公司 ROE 为 13.43%

图 11：公司经营性现金流净额及同比增长情况



资料来源：Wind，国元证券研究所



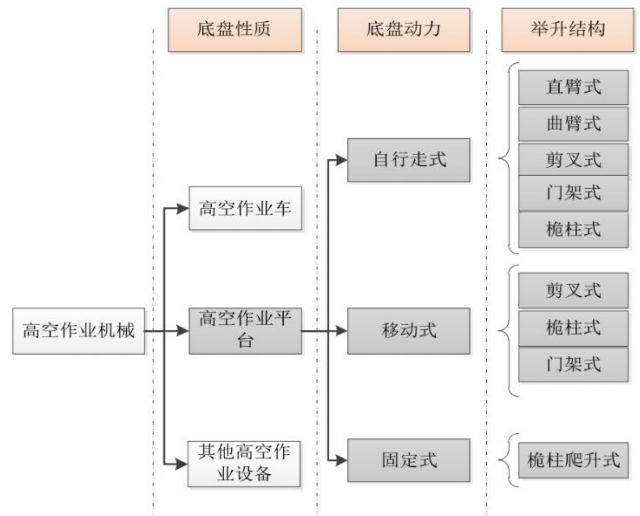
资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 高空作业平台租赁市场持续扩容，公司规模加速扩张

2.1 高空作业平台市场需求不断提升

高空作业平台属于高空作业机械。高空作业机械是为满足高处作业的需要而设计和生产的一类专用设备，可以将作业人员、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。一般根据高空作业机械底盘的性质，将其分为高空作业平台和高空作业车两大类。根据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、移动式高空作业平台和固定式高空作业平台。此外，高空作业机械之间的另一个重要区别是举升机械结构的形式。高空作业车的举升机械均采用直臂式或曲臂式结构。而高空作业平台采用的举升机械结构则更加多样，常见的有直臂式、曲臂式、剪叉式、桅柱式、门架式和桅柱爬升式。

图 12：高空作业机械总体分类

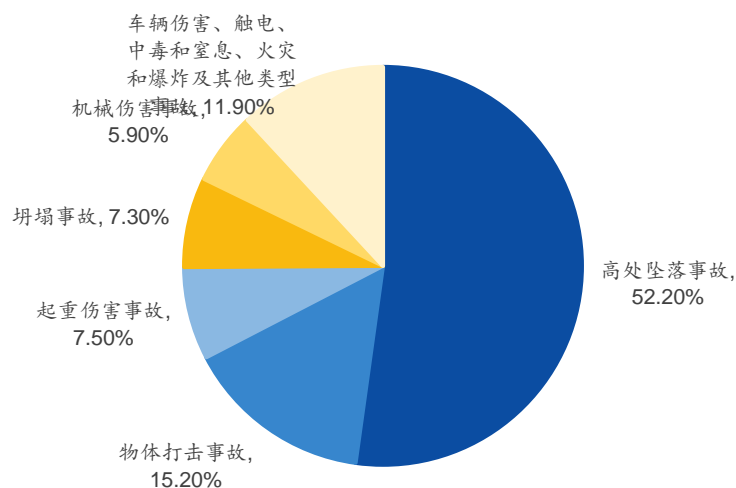


资料来源：浙江鼎力招股说明书，国元证券研究所

高空作业平台应用场景多元，具有施工效率高、作业速度快、安全性好等特点。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，可以运用于房屋修缮、外墙修缮、工程施工、场馆建设、市政绿化、影视拍摄等多元化场景，具有施工效率高、作业速度快、安全性好、节能环保等特点，市场发展前景广阔。

安全事故的频发催化高空作业平台渗透率的提升。近年来由于我国高处作业安全事故数量在不断攀升，社会关注度不断提高。根据住建局相关统计结果显示，2021 年房屋市政工程生产安全事故中高空坠落事故占比达到 52.2%，同时近几年呈现上升的趋势。相较于脚手架、吊篮，高空作业平台设备在高空施工场景中的安全性更高，故安全事故的频发催化了高空作业平台设备渗透率的快速提升。

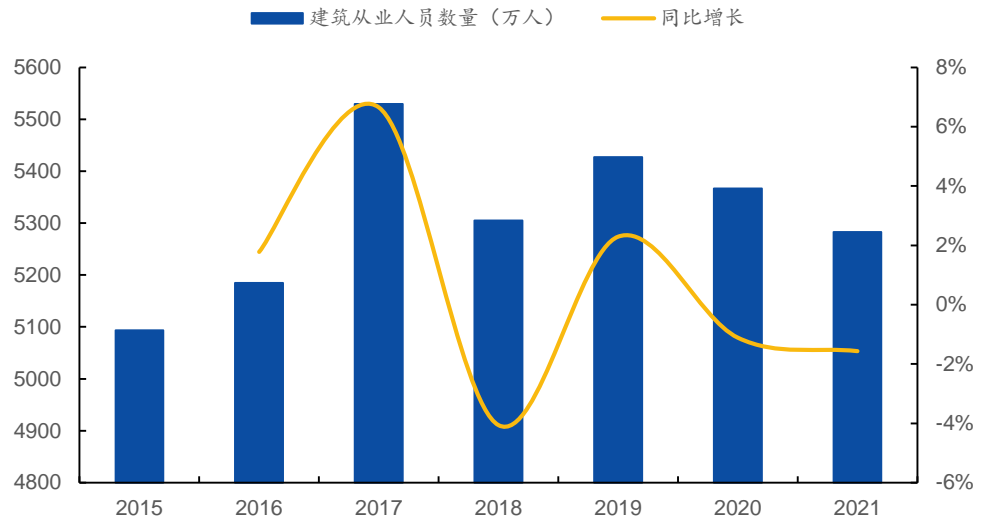
图 13：2021 年全国房屋市政工程生产安全事故



资料来源：中国住建局，国元证券研究所

国内人工成本上升和用工紧张的趋势为高空作业平台的发展提供良好机遇。2021年我国建筑业从业人数为5282.94万人，同比下降1.56%，从业人员数量连续三年减少。同时，建筑业城镇单位就业人员月平均工资逐年提升，施工队伍的平均年龄逐年上升，促使相关单位大量使用高空作业平台以替代传统高空作业工具，以机械化作业替代人工作业，弥补劳动力的缺失并降低人工成本支出。

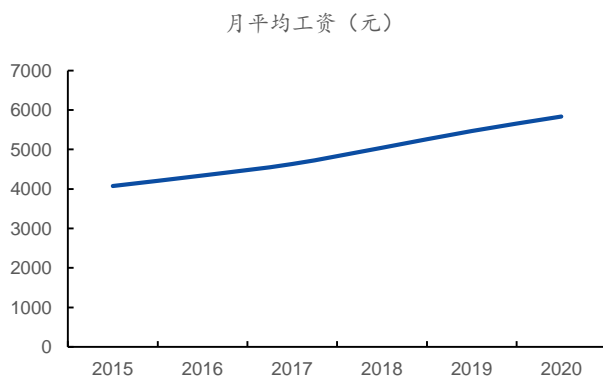
图 14：2021 年我国建筑业从业人数为 5282.94 万人，连续三年减少



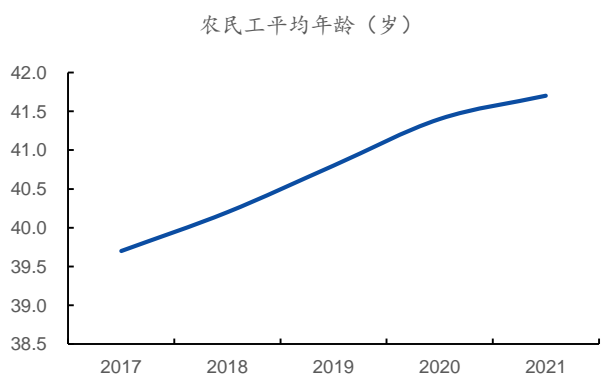
资料来源：中国国家统计局，中国建筑业协会，国元证券研究所

图 15：建筑业城镇单位就业人员月平均工资逐年提升

图 16：2021 年我国农民工平均年龄为 41.7 岁



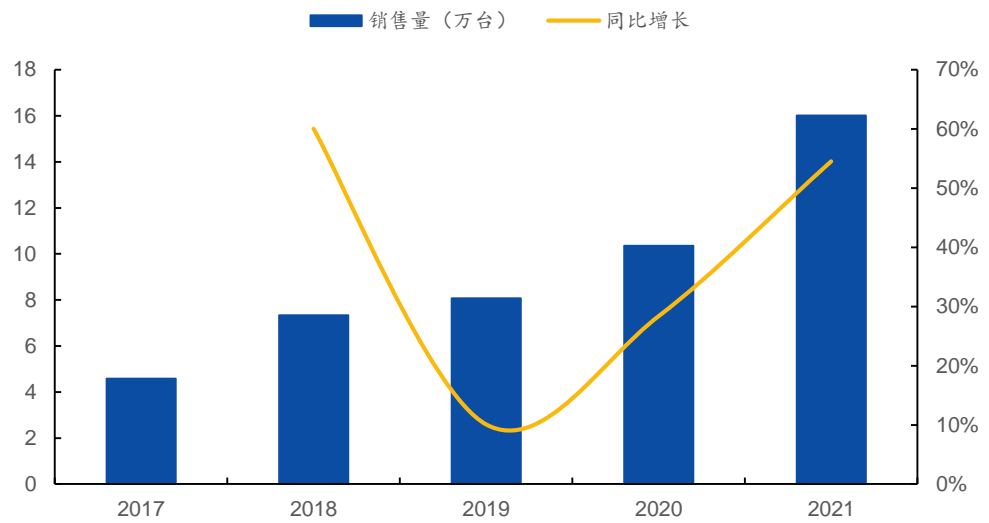
资料来源：中国国家统计局，国元证券研究所



资料来源：中国国家统计局，智研咨询，国元证券研究所

我国高空作业平台市场快速发展，销量不断增长。在人工成本增长、安全关注度提升的大背景下，我国高空作业平台市场近年来得到快速发展，其销量由 2017 年的 4.58 万台提升至 2021 年的 16.01 万台，CAGR 达 36.74%。

图 17：2021 年我国高空作业平台销量达 16.01 万台



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

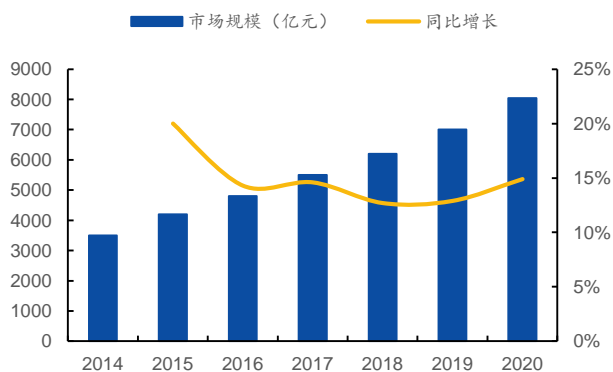
2.2 租赁市场的崛起，助力我国高空作业平台市场规模持续扩容

2.2.1 高空作业平台租赁市场快速发展

我国工程机械设备租赁市场渗透率持续攀升，逐渐成为行业的主流模式。我国工程机械设备租赁市场规模由 2014 年的 3500 亿元提升至 2020 年的 8040 亿元，CAGR 为 14.87%。同时，我国工程机械设备租赁市场渗透率由 2010 年的 13.7% 上升至 2019 年的 55.0%。购买和保养建筑工程机械设备将占有企业大量资金及经营成本。此外，由于下游行业具有一定的周期性，自购建筑工程机械设备将导致设备闲置、资金使用效率降低。相比之下，建筑工程机械设备的租赁有助于缓解下游企业的资金压力、降低运营成本，同时也能够提高施工质量、确保安全生产，故其市场规模及行业渗透率持续提升。

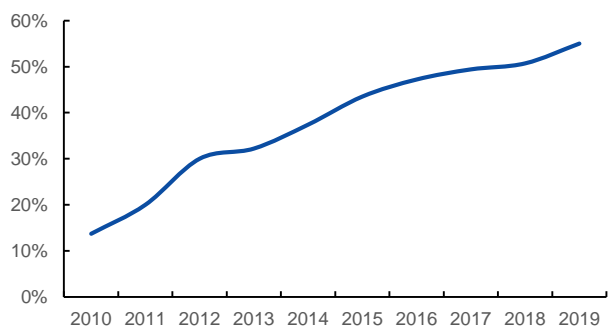
图 18：2020 年我国工程机械租赁市场规模达 8040 亿元

图 19：2019 年我国工程机械设备租赁市场渗透率为 55.0%



资料来源：工程机械协会租赁分会，智研咨询，国元证券研究所

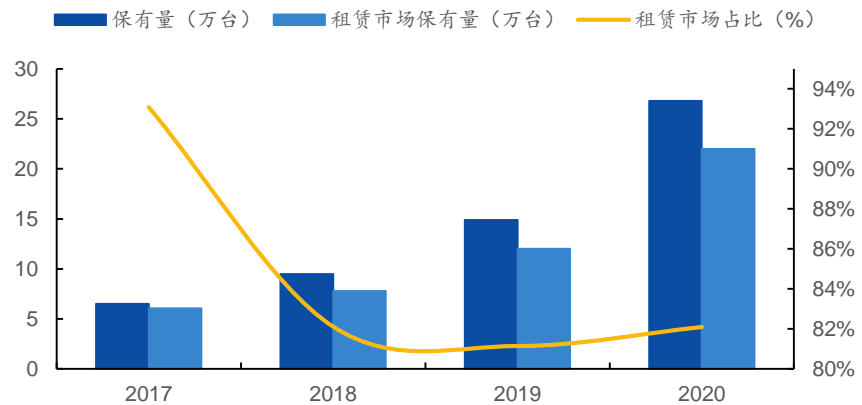
图 19：2019 年我国工程机械设备租赁市场渗透率为 55.0%



资料来源：中国工程机械工业协会，华经产业研究院，国元证券研究所

我国高空作业平台租赁市场处于快速发展阶段。高空作业平台具有使用频率高，单次使用周期短的特点，更适合通过租赁的方式进行供应。在成熟市场，设备制造商一般不直接对终端客户进行销售，而是以租赁商为中间渠道向市场提供产品。在我国，由于高空作业平台进入我国市场较晚，社会认知度不高，市场初期以客户自行采购为主，但随着社会认知度提高，专业租赁厂商布局高空作业平台租赁业务，高空作业平台租赁市场快速发展。2020年我国高空作业平台保有量为26.8万台，其中租赁市场保有量为22万台，租赁市场占比为82.09%。

图 20：2017-2021 年中国高空作业平台保有量情况



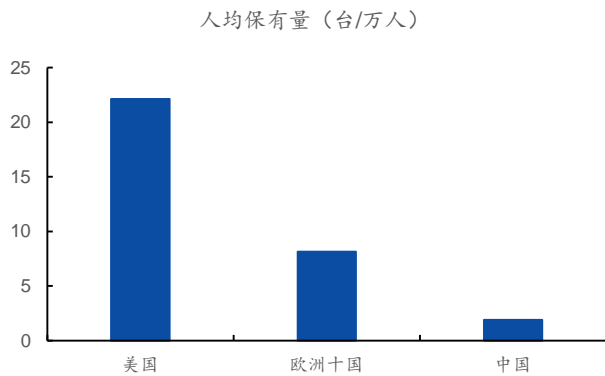
资料来源：中国工程机械工业协会，华经产业研究院，国元证券研究所

租赁市场的发展将推动高空作业平台市场规模的扩容。租赁模式对于终端客户来说，可以实现高空作业平台的零购置成本，有利于促进资金周转、保持流动性，同时终端客户无需考虑设备的后期保养、维护，可帮助降低使用成本。租赁市场的发展使得厂矿企业、高速铁路、风电场、建筑安装等行业领域的高空作业平台应用得到开发，促进整体市场规模的扩容。

2.2.2 对标海外成熟市场，我国高空作业平台市场规模仍具有巨大提升空间

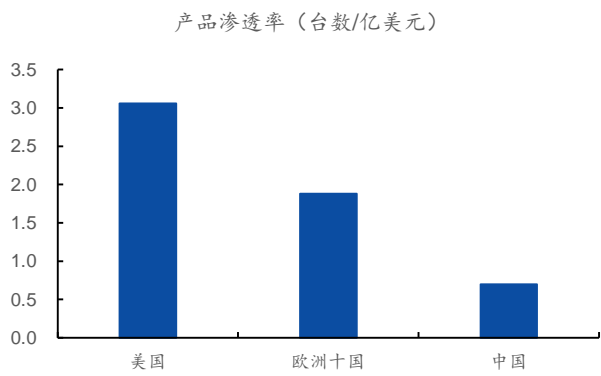
对标海外成熟市场，我国高空作业平台市场尚处于起步阶段，存在巨大的发展空间。从总保有量来看，2020年美国全市场保有量为73万台，欧洲全市场保有量为30万台，中国市场保有量低于海外成熟市场，未来仍有增长空间。在人均保有量上，2020年美国/欧洲十国/中国分别为22.12/8.15/1.90台/万人。从产品渗透率来看，2019年美国 and 欧洲十国高空作业平台产品渗透率分别约为3.06和1.88台/亿美元，高于中国0.7台/亿美元的产品渗透率。相对于欧美市场，国内高空作业设备市场处于起步阶段，市场成熟程度与欧美国家相比差距较大，存在巨大的发展空间。

图 21：2020 年美国/欧洲/中国高空作业平台人均保有量



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

图 22：2019 年美国/欧洲/中国高空作业平台渗透率



资料来源：IPAF，国元证券研究所

注：产品渗透率为设备台数与 GDP 之比

2.2.3 预计 2025 年我国高空作业平台租赁市场规模将达到 307.76 亿元

高空作业平台保有量测算：根据前文中国工程机械工业协会的数据，2020 年我国高空作业平台的设备保有量为 26.8 万台，其中租赁市场占比 82.1%，对应租赁市场设备保有量 22.0 万台。根据宏信建设招股书的预测，2021-2025 年设备保有量的年复合增速将达到 24.6%，2025 年设备保有量将达到 80.5 万台。未来高空作业平台的租赁渗透率仍将持续提升，我们预计 2025 年达到 86.1%，对应 2025 年国内高空作业平台租赁市场保有量 69.3 万台。

表 4：2025 年国内高空作业平台保有量测算

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 设备保有量 (万台) | 26.8 | 33.4 | 41.6 | 51.8 | 64.6 | 80.5 |
| 租赁市场占比 | 82.1% | 82.9% | 83.7% | 84.5% | 85.3% | 86.1% |
| 租赁市场保有量 (万台) | 22.0 | 27.7 | 34.8 | 43.8 | 55.1 | 69.3 |

资料来源：中国工程机械工业协会，华经产业研究院，宏信建设招股说明书，国元证券研究所

高空作业平台平均价格：全球高空作业平台价格各地区存在一定差异。欧美地区的产品需求较高，优越的产品性能促使欧美地区高空作业平台价格维持在较高价位。中国及其他地区的本土产品市场发展迅速，一定程度上替代了高价的进口产品从而有效降低了当地的高空作业平台市场均价。同时以中国为代表的企业，以低成本的价格优势进入全球领先企业的高空作业平台供应链，促进了产品价格的下降。

从海内外厂商的定价来看，海外龙头 Genie 在中高端高空作业平台市场上占据领先地位，产品定价高于国内厂商。其次是国内领先的浙江鼎力、临工重机，凭借领先的技术优势、较好的品牌形象、优良的服务，具有一定的溢价能力，价格也相对更高。其他企业如星邦智能、徐工机械、中联重科等基本采取跟随定价的方式，价格基本接近。综上，我们合理假设国内高空作业平台平均价格比全球平均价格低 10%。

表 5：国内主要厂商各类型产品均价统计（万元/台）

| | 星邦智能 | 浙江鼎力 | 徐工机械 | 中联重科 | 施工重机 | 国内主要厂商的平均价格 | Genie |
|--------------|---------|-------|-------|------|----------|--------------|-------|
| 电动剪叉（10 米） | 8.3 | 8.6 | 8.3 | 7.9 | 8.6 | 8.34 | 10.10 |
| 电动剪叉（12 米） | 9.30 | 10.10 | 9.30 | 9.1 | 9.8-10.3 | 9.45 | 11.60 |
| 直臂式（20-22 米） | 44.5/46 | 53 | 45/50 | 49 | 43-48 | 48.20 | 46-49 |
| 曲臂式（15 米） | 33.5 | 36 | 33 | 35 | 27 | 32.90 | 33-36 |

资料来源：智研咨询，国元证券研究所

根据智研咨询的统计显示，近几年全球高空作业平台的市场价格以年均 3%-4% 左右的降幅下降，测算得出 2025 年均价将降至 2.62 万美元/台。根据前文，我们假设国内高空作业平台价格比全球平均价格低 10%，对应 2025 年国内高空作业平台的均价为 15.19 万元/台。

表 6：全球高空作业平台市场价格趋势

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球高空作业平台均价 (万美元/台) | 3.72 | 3.58 | 3.46 | 3.36 | 3.24 | 3.13 | 3.02 | 2.91 | 2.81 | 2.71 | 2.62 |
| 国内高空作业平台均价 (万元/台) | 21.59 | 20.78 | 20.09 | 19.50 | 18.81 | 18.15 | 17.51 | 16.90 | 16.31 | 15.74 | 15.19 |

资料来源：产业信息网，智研咨询，国元证券研究所

注：美元兑人民币汇率取 2021 年我国人民币与美元的平均汇率 6.45

预计 2025 年我国高空作业平台租赁市场规模将达到 305.12 亿元。基于如下假设，
(1) 出租率：2021 年公司的高空作业平台的出租率近 86%，已达到较高水平，我们假设未来五年将维持该水平。**(2) 租售比：**我国高空作业平台的租售比约为 30%，预计未来设备采购单价的下降，而租金将长期保持稳定，租售比或将有小幅提升。我们假设 2025 年租售比将稳步提升至 34%。综上，我们预计我国高空作业平台的市场规模将由 2021 年的 584.86 亿元提升至 2025 年的 1222.46 亿元，CAGR 为 20.24%，高空作业租赁市场规模将从 2021 年的 125.09 亿元提升至 2025 年的 307.76 亿元，CAGR 为 25.24%。

表 7：2025 年国内高空作业平台市场规模测算

| | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 设备保有量 (万台) | 33.4 | 41.6 | 51.8 | 64.6 | 80.5 |
| 租赁市场保有量 (万台) | 27.7 | 34.8 | 43.8 | 55.1 | 69.3 |
| 国内高空作业平台均价 (万元/台) | 17.51 | 16.90 | 16.31 | 15.74 | 15.19 |
| 国内高空作业平台市场规模 (亿元) | 584.86 | 703.23 | 845.56 | 1016.70 | 1222.46 |
| 出租率 | | | 86% | | |
| 租售比 | 30% | 31% | 32% | 33% | 34% |
| 国内高空作业平台租赁市场规模 (亿元) | 125.09 | 156.92 | 196.63 | 246.12 | 307.76 |

资料来源：中国工程机械工业协会，华经产业研究院，宏信建设招股说明书，产业信息网，智研咨询，国元证券研究所

2.3 华铁应急：高空作业平台经营规模翻倍增长，管理规模升至行业第二

2.3.1 2021 年公司管理规模提升至行业第二，市占率达到 14%

行业集中度不断提升，竞争格局逐渐优化，2021 年 CR3 提升至 57.7%。根据宏信建发招股说明书，2020 年国内高空作业平台租赁市场 CR3 约 52.3%，约 1600 名中小规模的市场参与者占据余下 47.7% 的市场份额。中小规模企业由于规模、资金等劣势较易被市场淘汰。同时市场竞争的加剧、市场规范度的提升、市场监管的趋严等因素加速行业集中度的提升。头部企业凭借网点密集、资质齐全、资金充足、专业服务能力强等优势不断提升市占率，2021 年行业 CR3 提升至 57.7%，竞争格局逐渐优化。

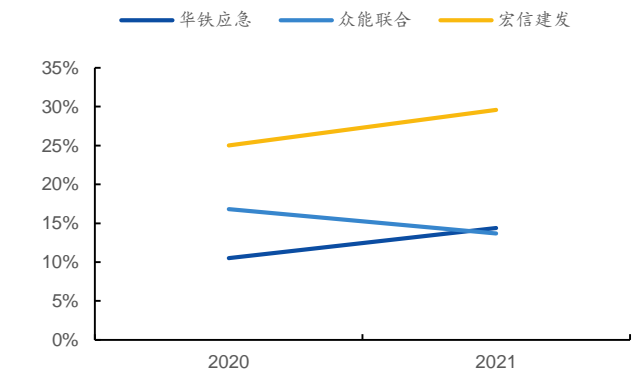
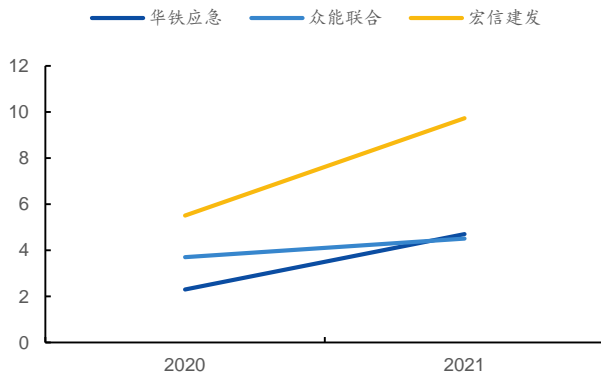
华铁应急位列国内高空作业平台第一梯队，设备规模仅次于宏信建发。公司重点布局高空作业平台租赁业务，主要租赁产品包括剪叉式、曲臂式和直臂式。截至 2021 年末，公司高空作业平台管理规模达 4.7 万台，较 2020 年新增 2.6 万台，同比增长 125.12%。管理设备规模已占据国内第二，对应市占率约 14.4%，仅次于宏信建发。

表 8：公司高空作业平台主要租赁产品包括剪叉式、曲臂式和直臂式

| 产品类型 | 剪叉车 | 越野剪叉车 | 直臂车 | 曲臂车 |
|-------|---|---|--|---|
| 产品示意图 |  |  |  |  |
| 施工高度 | 4/6 米；8 米；10/12 米；14 米 | 14 米 | 20 米；22 米；24 米；26 米；28 米；32 米；34 米；40 米；43 米；58 米 | 13 米；14 米；15 米；18 米；19 米；26 米 |
| 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，国元证券研究所

图 23: 2021 年公司设备保有量 4.7 万台, 位列行业第二 图 24: 2021 年公司市占率提升至 14.4%

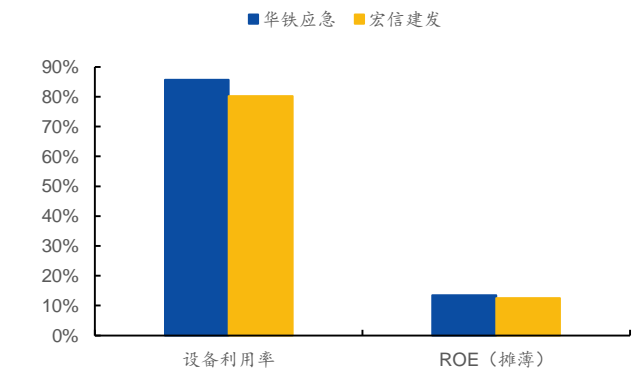
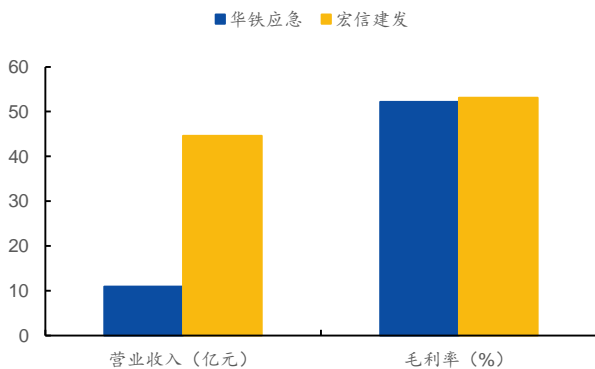


资料来源: 公司年报, 宏信建发招股说明书, 国元证券研究所

资料来源: 公司年报, 宏信建发招股说明书, 国元证券研究所

对比宏信建发, 公司的营收规模相对较低, 但盈利能力较强。2021 年公司高空作业平台的营收达 10.94 亿元, 同比增长 131.03%, 但与宏信建发相比仍相对较低。从盈利能力上来看, 2021 年公司高空作业平台业务的毛利率达 52.15%, 同比提升 4.04pct, 与宏信建发相较差距不大。公司的设备平均出租率达 85.67%, 领先于宏信建发 80.20% 的利用率, 同时公司的 ROE 略高于宏信建发, 资产管理效率处于行业领先地位, 盈利能力较强。

图 25: 2021 年公司与宏信建发高空作业平台业务的营收和毛利率对比 图 26: 2021 年华铁应急平均出租率达 85.67%



资料来源: 宏信建发招股说明书, Wind, 国元证券研究所

资料来源: 宏信建发招股说明书, 公司年报, 国元证券研究所

注: 根据宏信建发的业务划分方式, 此处选取的数据为宏信建发 2021 年经营租赁服务 (包含新型支护系统、新型模架系统、高空作业平台及其他设备) 的营业收入和毛利率

相比业内龙头公司, 华铁应急的高空作业平台产品的租金具有性价比优势。对比华铁应急、宏信建发、众能联合高空作业平台产品的报价, 我们发现: 1) 随着施工高度的提升, 月租金呈现上升趋势; 2) 同类产品、同等施工高度下, 华铁应急的月租金报价具有显著的性价比优势。租金价格是客户选择的重要参考指标之一, 华

铁应急具有性价比优势的报价有助于其对客户的开拓，同时公司在报价相对较低的情况下仍能维持与宏信建发基本相当的毛利率，体现公司优质的资产管理效率和盈利能力。

表 9：高空作业平台产品的月租金对比（单位：元）

| 产品分类 | 华铁应急 | | 宏信建发 | | 众能联合 | |
|------|------|--------------|-------|------------------|-------|--------|
| 剪叉车 | 6 米 | 1600 | 2070 | | 2000 | |
| | 8 米 | 1800 | 2250 | | 2300 | |
| | 10 米 | 2000 | 2430 | | 2400 | |
| | 12 米 | 2500 | 2700 | | 2500 | |
| | 14 米 | 3300 | 4010 | | 4100 | |
| | 16 米 | 10700（越野剪叉车） | | 13050（剪叉车/越野剪叉车） | | 13000 |
| 直臂车 | | 柴油 | 电动 | 柴油 | 电动 | |
| | 18 米 | 9600 | | 13950 | | 14500 |
| | 20 米 | 11200 | 13900 | 16200 | | 15000 |
| | 22 米 | 12900 | 15800 | 17100 | | 15500 |
| | 24 米 | 13900 | | 18000 | | 17500 |
| | 26 米 | 14500 | 17700 | 19800 | | 18000 |
| | 28 米 | 22500 | 15000 | 22500 | | 19000 |
| | 30 米 | 22500 | | 24300 | | 22000 |
| | 32 米 | 23600 | | 28800 | | 26000 |
| | 36 米 | 22900 | | 33300 | | 30000 |
| | 38 米 | 31400 | | 34200 | | 33000 |
| | 41 米 | 33000 | | 53100 | | 45000 |
| | 56 米 | 100000 | | 144000 | | 155000 |
| | 曲臂车 | 14 米 | 9500 | 9500 | 11250 | 11250 |
| 16 米 | | 10200 | 11100 | | 13950 | 13500 |
| 18 米 | | 10200 | 12700 | 16200 | 16200 | 14500 |
| 24 米 | | 12100 | | 20700 | | 18500 |

资料来源：华铁大黄蜂小程序，众能联合小程序，宏信设备小程序，国元证券研究所

注：小程序均定位上海市浦东新区；报价仅供参考，可能并非最终成交价

2.3.2 线上线下一体化网络布局成效显著，2021 年公司网点数量实现翻倍增长

深化全国网点布局，2021 年网点数量实现翻倍增长。2021 年，公司以“东部地区网点加密，中西部地区重点城市布局”为指导方向进一步深化全国网点布局，通过建立网点标准模型，快速实现异地复制和扩张。截至 2021 年末，公司在全国开设超过 150 家运营中心，同比增长 150%，布局的城市超过 400 个，基本覆盖全国重要城市，服务半径辐射重要城市的周边地区。得益于全国网点布局和良好的服务口碑，“大黄蜂”品牌效应逐渐显现。公司目前累计服务客户超过 6 万个，其中中小客户数量占比稳定在 99%，已在中小客户群体中初步建立了品牌效应。同时公司积极参与北京冬奥会、第十四届全运会、广东湛江机场、天津国家会展中心、嘉兴火车站等多个重大项目建设，积累极佳的市场口碑。

图 27：公司现有的全国网点分布



资料来源：公司年报，国元证券研究所

密集的网络布局有助于缩短服务半径，提升服务效率、节约运输费用。通过前期网点铺设，公司已初步形成网络效应，通过密集的网络布局有效缩短服务半径，提高服务效率的同时节约运输费用。此外，布局全国网络有助于公司实时了解市场需求，布局长尾产品。公司尝试引入玻璃吸盘车、打桩机、蜘蛛车、蜘蛛吊等应用于各种环境的作业设备，在有需求的地区不断流转，提高低频产品的使用效率，探索多品类设备租赁。

线上线下一体化网络布局，助力公司拓展服务半径。公司建立了完善的“线上+线下”营销网络布局，旨在全国范围内进一步扩展服务半径。截至 2021 年末，公司已在北京、郑州、南京、杭州等全国重点城市设立 50 余个大型仓储基地，15 余个运营中心、服务 400 余个城市。此外，公司通过开发小程序等创设线上获客渠道，其中高空作业平台板块电子合同签约率已达 99%。通过线下网点及线上获客渠道实现线上线下有效结合，提升营销能力。

3. 传统主业巩固龙头地位，积极推进地下维修维护业务

建筑后服务市场兴起，聚焦建筑更新维护服务的工程机械设备需求快速提升。中国建筑业步入平稳增长的全新阶段后，建筑业的关注点从新增建筑逐渐向存量建筑转移，以建筑更新维护为主的建筑后服务市场正在快速兴起。在此背景下，聚焦建筑更新维护服务的工程机械设备需求正在快速提升。建筑行业平稳增长+存量建筑更新维护新方向为建筑工程机械设备经营租赁提供了广阔的市场空间。

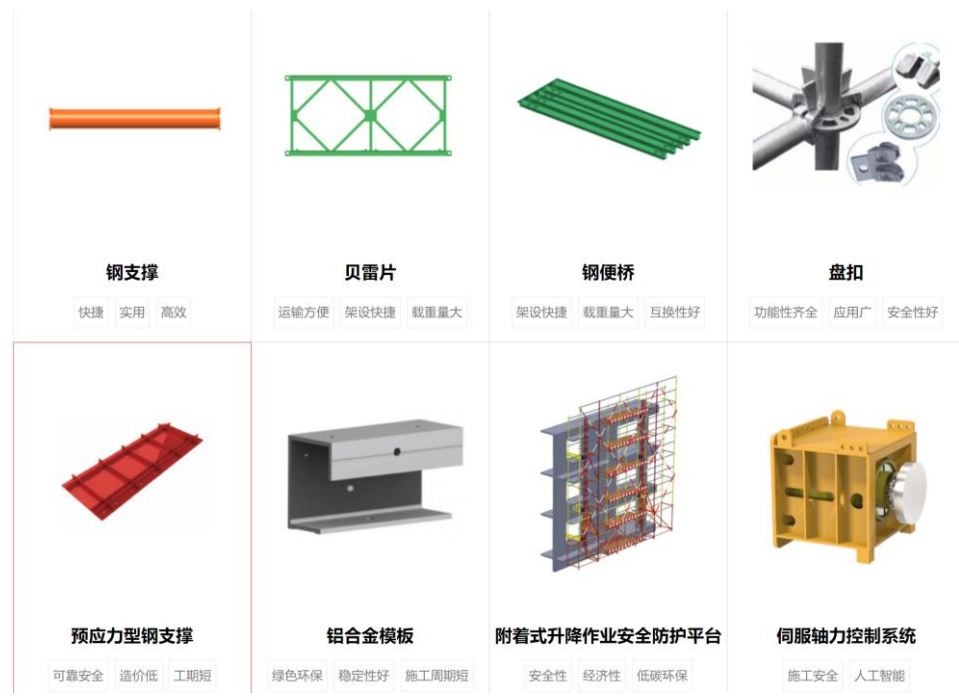
2022 年我国将加大基础设施投入，基础设施建设有望实现复苏。在此背景下，建筑支护设备领域方面，公司重点发展存量替换，重点关注民用钢支撑、铝合金模板等具有前景广阔、替代性强的设备品类；地下维修维护方面，公司将持续开拓新的应用场

景，持续推进地下维修维护工程在文物保护、轨道交通、水利等方面项目开展。

3.1 建筑支护设备领域：地铁钢支撑龙头企业，积极扩充设备品种

建筑支护设备租赁是公司的传统主业。公司主营包括地铁钢支撑、民用钢支撑、铝合金模板、盘扣式脚手架、贝雷片、伺服轴力系统和集成式升降操作平台等，也为客户提供成套方案优化以及深基坑维护等专业服务。

图 28：公司建筑支护设备主要产品



资料来源：公司官网，国元证券研究所

地铁钢支撑是公司规模最大、收入占比最高的支护类产品，技术和规模位列行业第一。公司提供地铁钢支撑产品的租赁、设计以及相关成套的全流程服务。地铁钢支撑主要用于地铁站基坑建设。传统基坑支护采用钢筋混凝土支护，与传统方法相比，钢支撑施工方法具有环保、节省人工和成本的优点，设计结构安全合理，安装、拆卸方便，在实际操作中施工风险小，可对传统混凝土支撑形成有效替代。截至 2021 年底，公司地铁钢支撑保有量超过 30 万吨，保有量连续多年位列市场第一，地铁钢支撑设备储量在中国基建物资租赁承包协会的会员中处于首位。受新冠疫情的影响，2021 年全国地铁建设放缓。在此背景之下，公司优化合作客户结构，持续提升服务能力，凭借多年积累的行业口碑和项目经验，全年业绩保持稳定。

民用钢支撑可对传统混凝土支撑形成快速替代。民用钢支撑主要采用一种高强度的 H 型钢，经工厂加工形成模块化的标准件。HU/PC 围护工法桩技术则是与 H 型钢配套使用的一种新工法技术，可以根据基坑的深浅以及不同的形状及要求围护。与传统的钢筋混凝土基坑支撑相比，民用钢支撑具有绿色环保、可重复利用、加快施工

速度、大幅节约建筑成本等优点，对传统混凝土支撑形成快速替代。民用钢支撑在海外尤其是日本韩国的应用较为广泛，在国内尚处于起步阶段。

民用钢支撑是公司地铁钢支撑形成规模效应后新拓展的产品。公司提供民用钢支撑产品的租赁、设计以及新型的 HU/PC 围护工法桩技术，主要用于商场、楼房等民用基坑建设。公司作为国内地铁钢支撑的头部企业，基于地铁钢支撑的技术经验和业务渠道，大力推广民用钢支撑。2021 年，公司加强与建筑设计院的合作力度，并同步增强自身的图纸设计能力和综合服务能力，市场认可度显著提升。2021 年，公司民用钢支撑保有量达 1.98 万吨，同比增长 158.41%；完成关于民用钢支撑的项目合计 38 个，累计签订合同金额近 2 亿元，业务规模同步实现翻倍增长。依托公司体内已建立的全国营销网络，民用钢支撑业务已成功由浙江省内逐步延伸至南京、苏州、泰州等省外地区，已有近 10 个项目成功落地。

收购相应子公司，布局铝模板和爬架业务。2021 年公司收购主营铝模板的浙江恒铝和主营爬架的浙江粤顺、湖北仁泰。完成收购后，公司拥有铝模板和爬架合计超过 160 万平方米，同比增长 26.37%，其中铝模板 75.31 万平方米，爬架 86.15 万平方米，均处于行业领先地位。同时 2021 年公司基本完成了铝模标准库建设，有效降低生产成本和管理成本，经营效率得到明显提升。

(1) 铝合金模板：公司专注于为客户提供建筑铝合金模板系统的研发、设计、生产、销售、租赁和相应的技术指导等综合服务，系专业从事建筑铝合金模板系统的综合服务供应商。铝合金模板隶属于装配式建筑，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。公司铝合金模板产品相较于传统木模板，兼顾质量和外观，具备安全、经济、低碳环保等综合优势。

(2) 集成式升降操作平台（爬架）：公司主要从事全钢附着式升降脚手架、全钢防护电动爬模、全钢防护液压爬模、顶模系统等设备的技术开发、设计、生产和专业分包施工，能够提供爬架研发、设计、生产和施工使用等全流程服务。目前公司体系内开展爬架租赁的企业主要有湖北仁泰、浙江粤顺和成都华诚。经过自身多年发展和上市公司业务赋能，三家公司在广州、湖北等国内中西部地区具有深远的影响力，合作客户包括中国建筑、中国铁建、万达集团、中天建设等国内外知名企业。三家公司各自以广州、武汉等城市为基本市场，逐步向就近的长三角和大西南开发市场，持续扩展业务渠道，丰富全国营销网络。

3.2 地下维修维护：微创施工技术领先，持续开拓工法应用新场景

3.2.1 地下维修维护的应用领域广阔

地下维修维护的应用领域广阔。轨道交通、城市管廊、地下商城、地下停车场等地下空间是该业务的重要应用领域，同时近年来，文物保护、环境保护等新兴应用场景不断涌现。众多下游应用领域的快速增长将带动地下维修维护市场快速增长。

轨道交通领域：根据中国城市轨道交通协会发布的《2021 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 9192.62 公里，其中地铁 7253.73 公里，占比 78.9%。根据国家发改委批复公示，2021 年国家发改委批复了 3 个城市轨道交通重大项目，涉及 13 条城轨线路建设，总投资额约 2229.51 亿元，里程合计 314.6 公里。

地下停车场领域：据公安部交通管理局发布消息，2021 年全国机动车保有量达 3.95 亿辆，其中汽车 3.02 亿辆；机动车驾驶人达 4.81 亿人，其中汽车驾驶人 4.44 亿人。2021 年全国新注册登记机动车 3674 万辆，新领证驾驶人 2750 万人。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。根据普华永策相关报告显示，若将发达国家作为参照，停车位比例应以 1:1.3 左右为宜，而目前我国各城市停车位比例多在 1:0.5-1:0.8 之间，停车位配比仍存在严重偏低的问题，由此预计，未来停车市场整体规模预计将有很大成长空间。

总体上而言，随着经济水平的迅速发展，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依然存在巨大的发展空间。

3.2.2 公司地下维修维护工程微创施工技术领先

公司是地下维修维护工程微创施工技术领先企业。公司地下维修维护工程业务聚焦微创、非开挖式施工，以深基坑围护技术研发与地下连接搅拌墙桩机工程为核心领域，地下空间建筑科技开拓创新为引领，服务于国家、省、市级政府及民用大型基础设施建设、地铁、隧道的地下维修维护等项目。公司为地铁、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。

图 29：不同场景的地下维修维护工程







资料来源：公司年报，国元证券研究所

公司拥有 IMS、MJS、TAD、TRD 等多种工法，部分技术工法为全国独有，在行业中处于领先地位。公司通过收购浙江吉通布局地下维修维护工程业务，浙江吉通专注 TRD 工法施工领域，2009 年率先引入国内首个 TRD 工法技术及设备，TRD 工法桩机设备数量居于同行业前列。在 TRD 工法的基础上，浙江吉通消化吸收国外的相关技术，开创性将 TRD 工法升级成 TAD 工法。2020 年 4 月 TAD 工法在德信空港城首次得到应用，并取得圆满成功。2019 年 8 月，浙江吉通引入全国首台 IMS 工法

机，目前是拥有 IMS 设备型号最全的企业。在前期充分的试验与推广后，IMS 工法在道路改建、地基加固等领域得到了广泛的应用。

表 10：公司地下维修维护产品介绍

| 产品类型 | 产品示意图 | 产品介绍 | 应用场景 |
|--------|---|---|--|
| TRD 工法 |  | TRD 工法以其施工周期短、工程造价合理、对环境污染小、适应地层广、防渗性能好，特别是型钢可以重复利用，被誉为可持续发展、循环经济的绿色工法，用作基坑支护结构、H 型钢芯材回收时，比常用的钻孔灌注桩形式可降低造价约 18%，比钢筋混凝土地下连续墙形式可降低造价约 30%-40%。 | 地铁槽壁加固 河岸堤坝加固 污染物隔离 建筑基坑围护 |
| IMS 工法 |  | IMS 的中文名叫微扰动搅拌工法，这种工法以 IMS 工法机为施工主体，结合现代化的施工工艺和要求，响应施工过程中的微变形控制理念 主要特点：设备轻巧、动力强劲、施工质量好和环境影响小 | 老旧小区边应用 河道边应用 基坑被动区加固应用 填埋场应用 |
| RJP 工法 |  | RJP 工法是利用超高压喷流体所拥有的动能破坏地基的组织构成后，混合搅拌这些被破坏的土粒子和硬化材料，从而造成大口径的改良体。具体的机械构造是充分发现银据上段的超高压水与空气喷流体进行造成引导切削，造出一定的空间后根据下段的超高压水与空气喷流体扩大切削能量，比原来的相据闭塞空间扩大切削更有效的利用了切前和知破坏土体效果。 | 地基改良 |
| MJS 工法 |  | MJS 工法在传统高压喷射注浆工艺的基础上，采用了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，能有效控制由于喷射搅拌而产生的地表变形，大幅度减小对周边环境的影响。 | 止水帷幕 |

资料来源：公司官网，国元证券研究所

突破持续新应用场景。在地下维修维护方面，公司各类工法的应用场景实现了进一步突破，在文物保护、环保工程、水利等领域已有项目落地。在文物保护领域，公司与浙江古建筑设计研究院等单位建立长期合作关系，目前杭州德寿宫项目和阳明故居项目已经顺利落地。在环保项目上，通州副城中心化工厂、山东玉龙岛化工厂等项目成功实施，为国内环保类项目施工提供典型案例。在水利项目上，目前公司已成功打入水坝维护领域，进场南昌赣江边水坝项目，该项目系国内首个大型的 TRD 水利应用案例。

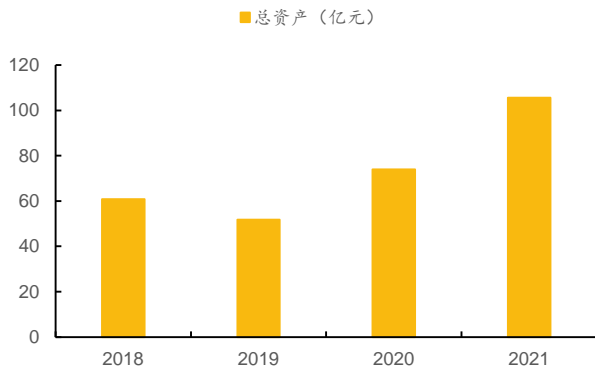
4. 以轻资产+数字化为方向，持续提升运营效率

4.1 深入探索轻资产合作模式，持续提高资产运营效率

公司重点布局高空作业平台以来，资产规模和资产负债率不断提升。公司自 2019 年布局高空作业平台租赁业务以来，大量的集中采购设备带动公司资产规模和资产负债率的提升。2021 年，公司资产规模达 105.66 亿元，同比增长 42.83%，资产负债率达到 61.34%，同比提升 11.68%。

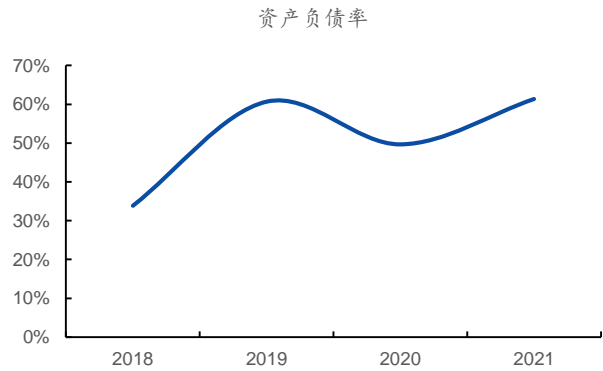
轻资产模式通过引入外部资金方或资产闲置方，能够有效解决设备租赁行业依赖大量资产投入的天然劣势，是公司突破未来发展瓶颈，资产规模实现突破性增长的重要模式。目前公司已成功探索合资公司模式和转租模式。

图 30：公司资产规模不断提升



资料来源：Wind，国元证券研究所

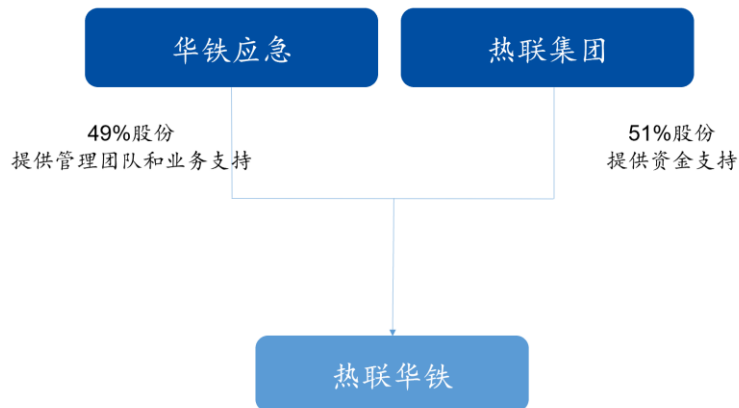
图 31：2021 年公司资产负债率达 61.34%



资料来源：Wind，国元证券研究所

与热联集团成立合资公司，持续探索轻资产模式。2021 年公司与热联集团达成轻资产合作，双方成立合资子公司热联华铁，由热联集团提供资金支持，公司提供管理团队和业务支持，双方按照出资比例分配利润。该合作模式成功降低公司对资金投入的依赖，在提升管理资产规模的同时降低持有资产贬值的风险。

图 32：公司与热联集团合资成立子公司热联华铁，探索轻资产模式



资料来源：公司公告，公司年报，企查查，国元证券研究所

在高空作业平台板块重点推进“转租”轻资产模式，创收突破 1.2 亿元。借助“热联华铁”的轻资产合作经验，公司在高空作业平台板块重点推进“转租”轻资产模式，即由资金方或设备闲置方负责出资购买设备，并以一定价格转租给公司，由公司进行二次出租。目前转租设备台数近 5000 台，资产价值超过 6 亿元，累计带来营业收入超过 1.2 亿元。

与徐工广联达成高机租赁轻资产合作，规模达 5 亿元。2022 年 4 月，公司与徐工广联达成轻资产合作，合作金额 5 亿元，合作模式包括但不限于委托运营管理、转租赁

等形式。徐工广联是我国工程机械行业的千亿龙头徐工机械的全资子公司，是领先的工程机械租赁专业化平台。此次合作的重要意义在于：1) 徐工广联依托徐工集团优质的供应链体系、强大的设备研发体系，为本次合作提供强有力赋能；2) 华铁应急将以此次合作为契机，不断提升自身运营效率及服务水平；3) 双方就前期华铁应急推出的可信上链 T-BOX 产品开展全方位合作，携手探索物联网、区块链等技术在设备租赁运营中的运用，加快数字化转型。

携手苏银金租开展轻资产合作。2022年6月，公司与苏银金租开启经营性租赁业务，共同见证首批高空作业平台的成功交付。苏银金租是江苏省内第一家银行系金融租赁公司，成立于2015年5月，注册资本40亿元，围绕客户在投资、融资、促销和资产管理等方面的多元化金融需求，提供综合金融服务。此次系公司首次与金融租赁公司合作，突破产业局限，开发了合作对象的多种可能性。

4.2 加速推动公司数字化转型，积极优化业务流程

建设专门的数字化建设团队，持续优化设备管控、业务流程。顺应互联网时代进行数字化转型，赋能业务发展，是未来公司增长的重要支撑。在数字化能力打造方面，为有效支持创新业务发展，公司积极布局数字化，建立了专门的数字化建设团队，搭建符合企业自身业务的“擎天系统”，有效协同各职能部门和业务中心。通过数字化创新和数据智能推动内部组织革新和业务增长。**在资产管理过程中**，公司能够实现设备的全生命周期管理，通过运用物联网技术，远程实时掌控设备状态，确保公司资产的安全性。**在业务管理过程中**，公司不断推进业务合同、业务工作等每个工作节点的标准化、“结算+财务”数据化，实现业务全链条的高效数字管理。持续强化的数字化能力，为公司设备的管控、业务流程的优化、风险管理能力的提升、业务的有效拓展提供了强有力的支撑。

聘任新高管搭建数字化租赁平台，强化推进数字化转型。目前工程设备租赁行业数字化程度偏低，而公司具有一定的金融属性，且数字化推行力度大。2021年12月，公司聘任前蚂蚁集团共享出行事业部总经理彭杰中为公司总经理，帮助公司进行组织架构优化、数字化租赁平台搭建，强化推进数字化转型。

表 11：公司总经理彭杰中先生工作履历

| 时间 | 任职情况 |
|------------------|------------------------------|
| 2000年7月-2005年2月 | 华为技术有限公司技术支持工程师、高级客户经理 |
| 2005年2月-2015年5月 | 思科系统(中国)网络技术有限公司移动通信事业部北方区经理 |
| 2015年8月-2018年4月 | 杭州橡树新能源有限公司总经理 |
| 2018年4月-2021年11月 | 任蚂蚁科技集团股份有限公司共享出行事业部总经理 |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

5. 盈利预测和投资评级

核心假设：

1) **高空作业平台租赁业务**：我们根据营业收入=设备保有量*出租率*租金的方式测算。

未来公司将重点布局高空作业平台，持续推进该业务的规模扩张，2021 年公司设备保有量为 4.7 万台，我们预计 2022-2024 年该业务的设备保有量分别为 7.6/11.6/16.9 万台。从出租率来看，我们认为公司作为业内的第一梯队企业，将保持龙头优势，故我们假设出租率维持在 85.67%。从租金上来看，我们未来随着行业竞争加剧，单设备的租金将会有每年 2% 的降幅。综上，我们预计 2022-2024 年该业务营收分别为 17.33/25.92/37.01 亿元，分别同比增长 58%/50%/43%，毛利率分别为 52%/53%/53%。

2) 地下维修维护工程：公司 2019 年通过收购浙江吉通切入地下维修维护领域。未来公司将持续探索地下维修维护业务的应用领域，预计该业务将进入稳步增长阶段，我们预计 2022-2024 年该业务营收分别为 3.01/3.49/3.97 亿元，分别同比增长 18%/16%/14%，毛利率分别为 53%/54%/54%。

3) 建筑支护设备：该业务为公司的传统主业，未来公司将积极巩固该领域的龙头优势地位，并积极扩充设备品种。我们预计 2022-2024 年该业务营收分别为 14.59/16.92/19.46 亿元，分别同比增长 18%/16%/15%，毛利率分别为 52%/52%/52%。

综上，我们预计 2022-2024 年营业总收入分别为 34.92/46.33/60.45 亿元，同比增长 34%/33%/30%，综合毛利率分别为 52%/52%/53%。

表 12：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

| 单位：百万元 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 高空作业平台 | 收入 | 1093.55 | 1732.93 | 2592.10 | 3700.90 |
| | YOY | 131% | 58% | 50% | 43% |
| | 毛利率 | 52% | 52% | 53% | 53% |
| 地下维修维护工程 | 收入 | 254.71 | 300.56 | 348.65 | 397.47 |
| | YOY | 36% | 18% | 16% | 14% |
| | 毛利率 | 54% | 53% | 54% | 54% |
| 建筑支护设备 | 收入 | 1236.35 | 1458.89 | 1692.31 | 1946.16 |
| | YOY | 47% | 18% | 16% | 15% |
| | 毛利率 | 51% | 52% | 52% | 52% |
| 合计 | 收入 | 2606.86 | 3492.39 | 4633.07 | 6044.52 |
| | YOY | 71% | 34% | 33% | 30% |
| | 毛利率 | 52% | 52% | 52% | 53% |

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值法：我们选取高空作业平台制造商浙江鼎力、建筑起重机械租赁行业的龙头企业建设机械、铝模板租赁龙头志特新材作为可比公司，2022-2024 年行业平均 PE 分别为 20.0/13.7/10.9。

未来，公司在夯实传统主业建筑支护设备租赁业务优势地位的同时，将积极拓展地下维修维护业务以及高空作业平台租赁业务，其中公司将重点发力高空作业平台业务，预计未来公司的经营和管理规模将继续快速扩张。同时，公司将积极探索轻资产合作模式以及数字化的转型，全面提升公司的经营效率。我们预计公司 2022-2024 年归

母净利润分别为 6.70/9.25/12.41 亿元，同比增长 34%/38%/34%。对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.74/1.02/1.37，当前股价对应 PE 分别为 14.9/10.8/8.1，低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值情况

| 公司简称 | EPS | | | | PE | | | |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 浙江鼎力 | 1.82 | 2.36 | 3.00 | 3.51 | 44.06 | 20.42 | 16.03 | 13.60 |
| 建设机械 | 0.39 | 0.41 | 0.79 | 1.02 | 28.91 | 18.22 | 9.47 | 7.35 |
| 志特新材 | 1.53 | 1.85 | 2.51 | 3.22 | 45.57 | 21.27 | 15.60 | 11.69 |
| 平均值 | 1.25 | 1.54 | 2.10 | 2.58 | 39.51 | 19.97 | 13.70 | 10.88 |
| 华铁应急 | 0.55 | 0.74 | 1.02 | 1.37 | 20.04 | 14.90 | 10.79 | 8.05 |

资料来源：Wind，国元证券研究所

6. 风险提示

市场竞争加剧风险、业务开拓带来的管理风险、设备租赁价格下降超预期风险、应收账款回款不及预期风险

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 2015.37 | 2576.63 | 3218.95 | 3999.80 | 5190.57 |
| 现金 | 147.27 | 137.94 | 479.14 | 895.43 | 1741.50 |
| 应收账款 | 1443.90 | 2098.79 | 2286.46 | 2592.75 | 2816.40 |
| 其他应收款 | 32.06 | 53.37 | 104.77 | 92.66 | 120.89 |
| 预付账款 | 17.16 | 20.69 | 21.78 | 29.78 | 39.24 |
| 存货 | 18.21 | 37.17 | 50.60 | 67.27 | 88.80 |
| 其他流动资产 | 356.77 | 228.68 | 276.20 | 321.91 | 383.75 |
| 非流动资产 | 5382.13 | 7989.55 | 8619.95 | 9108.29 | 9670.38 |
| 长期投资 | 690.82 | 875.87 | 987.84 | 1134.56 | 1245.74 |
| 固定资产 | 4315.97 | 2818.83 | 3007.63 | 3253.72 | 3489.58 |
| 无形资产 | 10.41 | 8.69 | 21.97 | 26.85 | 32.98 |
| 其他非流动资产 | 364.93 | 4286.15 | 4602.51 | 4693.16 | 4902.08 |
| 资产总计 | 7397.50 | 10566.18 | 11838.90 | 13108.10 | 14860.96 |
| 流动负债 | 2481.95 | 3276.68 | 3523.96 | 3739.18 | 4061.83 |
| 短期借款 | 1060.16 | 912.30 | 894.55 | 867.43 | 835.62 |
| 应付账款 | 353.24 | 877.43 | 897.56 | 923.46 | 1078.53 |
| 其他流动负债 | 1068.54 | 1486.95 | 1731.85 | 1948.29 | 2147.68 |
| 非流动负债 | 1191.41 | 3204.96 | 3427.79 | 3575.51 | 3753.30 |
| 长期借款 | 0.00 | 271.00 | 369.45 | 474.12 | 598.69 |
| 其他非流动负债 | 1191.41 | 2933.96 | 3058.34 | 3101.39 | 3154.61 |
| 负债合计 | 3673.36 | 6481.64 | 6951.75 | 7314.69 | 7815.13 |
| 少数股东权益 | 389.50 | 375.49 | 577.16 | 881.72 | 1350.39 |
| 股本 | 902.71 | 902.55 | 902.55 | 902.55 | 902.55 |
| 资本公积 | 1690.93 | 1430.98 | 1430.98 | 1430.98 | 1430.98 |
| 留存收益 | 956.20 | 1454.33 | 2124.07 | 2714.10 | 3492.22 |
| 归属母公司股东权益 | 3334.63 | 3709.05 | 4309.99 | 4911.69 | 5695.44 |
| 负债和股东权益 | 7397.50 | 10566.18 | 11838.90 | 13108.10 | 14860.96 |

现金流量表

| 单位:百万元 | | | | | |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 537.67 | 1104.96 | 1015.81 | 1458.53 | 2023.79 |
| 净利润 | 398.86 | 599.25 | 871.41 | 1229.46 | 1709.24 |
| 折旧摊销 | 293.05 | 236.76 | 185.21 | 209.77 | 257.07 |
| 财务费用 | 150.24 | 190.40 | 150.23 | 155.15 | 122.99 |
| 投资损失 | -3.21 | -18.37 | -9.07 | -8.95 | -10.56 |
| 营运资金变动 | -271.20 | -253.68 | -221.44 | -193.98 | -119.45 |
| 其他经营现金流 | -30.06 | 350.61 | 39.47 | 67.08 | 64.50 |
| 投资活动现金流 | -1555.84 | -603.38 | -704.84 | -711.78 | -778.89 |
| 资本支出 | 1506.50 | 775.16 | 345.67 | 435.67 | 456.43 |
| 长期投资 | -8.50 | 49.00 | 113.75 | 146.35 | 111.07 |
| 其他投资现金流 | -57.84 | 220.78 | -245.41 | -129.76 | -211.39 |
| 筹资活动现金流 | 1068.55 | -497.62 | 30.23 | -330.47 | -398.82 |
| 短期借款 | 24.56 | -147.86 | -17.75 | -27.12 | -31.81 |
| 长期借款 | -100.00 | 271.00 | 98.45 | 104.67 | 124.57 |
| 普通股增加 | 222.62 | -0.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 1028.44 | -259.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -107.07 | -360.66 | -50.47 | -408.02 | -491.58 |
| 现金净增加额 | 50.39 | 3.96 | 341.21 | 416.29 | 846.07 |

利润表

| 单位:百万元 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 1524.35 | 2606.86 | 3492.39 | 4633.07 | 6044.52 |
| 营业成本 | 702.23 | 1261.15 | 1675.48 | 2205.68 | 2864.42 |
| 营业税金及附加 | 5.05 | 10.08 | 33.78 | 42.33 | 49.56 |
| 营业费用 | 133.37 | 220.21 | 293.71 | 389.18 | 507.74 |
| 管理费用 | 95.24 | 141.79 | 189.19 | 225.12 | 265.11 |
| 研发费用 | 43.66 | 57.33 | 94.56 | 120.52 | 140.22 |
| 财务费用 | 150.24 | 190.40 | 150.23 | 155.15 | 122.99 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 3.21 | 18.37 | 9.07 | 8.95 | 10.56 |
| 营业利润 | 482.18 | 699.83 | 1054.48 | 1494.54 | 2088.45 |
| 营业外收入 | 1.35 | 3.57 | 3.67 | 3.25 | 3.44 |
| 营业外支出 | 2.42 | 4.70 | 8.26 | 7.53 | 7.45 |
| 利润总额 | 481.12 | 698.69 | 1049.89 | 1490.26 | 2084.44 |
| 所得税 | 82.25 | 99.45 | 178.48 | 260.79 | 375.20 |
| 净利润 | 398.86 | 599.25 | 871.41 | 1229.46 | 1709.24 |
| 少数股东损益 | 76.05 | 101.12 | 201.67 | 304.56 | 468.67 |
| 归属母公司净利润 | 322.82 | 498.13 | 669.74 | 924.90 | 1240.57 |
| EBITDA | 925.47 | 1126.98 | 1389.92 | 1859.45 | 2468.50 |
| EPS (元) | 0.36 | 0.55 | 0.74 | 1.02 | 1.37 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 32.11 | 71.02 | 33.97 | 32.66 | 30.46 |
| 营业利润(%) | 1.73 | 45.14 | 50.68 | 41.73 | 39.74 |
| 归属母公司净利润(%) | 17.09 | 54.31 | 34.45 | 38.10 | 34.13 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 53.93 | 51.62 | 52.02 | 52.39 | 52.61 |
| 净利率(%) | 21.18 | 19.11 | 19.18 | 19.96 | 20.52 |
| ROE(%) | 9.68 | 13.43 | 15.54 | 18.83 | 21.78 |
| ROIC(%) | 12.46 | 19.79 | 23.80 | 29.52 | 36.75 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 49.66 | 61.34 | 58.72 | 55.80 | 52.59 |
| 净负债比率(%) | 40.52 | 29.47 | 31.08 | 31.57 | 31.87 |
| 流动比率 | 0.81 | 0.79 | 0.91 | 1.07 | 1.28 |
| 速动比率 | 0.80 | 0.78 | 0.90 | 1.05 | 1.26 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.24 | 0.29 | 0.31 | 0.37 | 0.43 |
| 应收账款周转率 | 1.11 | 1.33 | 1.43 | 1.70 | 2.00 |
| 应付账款周转率 | 1.88 | 2.05 | 1.89 | 2.42 | 2.86 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.36 | 0.55 | 0.74 | 1.02 | 1.37 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.60 | 1.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.69 | 4.11 | 4.78 | 5.44 | 6.31 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 30.92 | 20.04 | 14.90 | 10.79 | 8.05 |
| P/B | 2.99 | 2.69 | 2.32 | 2.03 | 1.75 |
| EV/EBITDA | 12.09 | 9.93 | 8.05 | 6.02 | 4.53 |

投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编: 230000 | 邮编: 200135 |
| 传真: (0551) 62207952 | 传真: (021) 68869125 |
| | 电话: (021) 51097188 |