

工程设备租赁龙头,对标海外前景广阔

华泰研究

2022年9月06日 | 中国内地

首次覆盖

建筑设计及服务

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

10.40

研究员 方晏荷
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

研究员 黄颖
SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293 +(86) 21 2897 2228

研究员 张艺露
SAC No. S0570520070002 zhangyilu@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

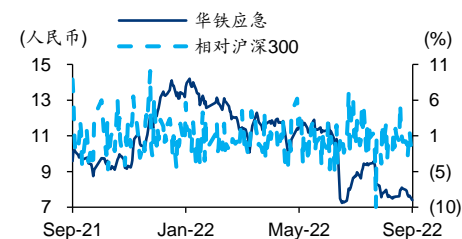
点击查阅华泰证券研究团队介绍和观点



基本数据

目标价(人民币)	10.40
收盘价(人民币 截至9月5日)	7.39
市值(人民币百万)	9,331
6个月平均日成交额(人民币百万)	109.30
52周价格范围(人民币)	7.24-14.20
BVPS(人民币)	2.86

股价走势图



资料来源: Wind

冉冉升起的建筑设备租赁新星,首次覆盖给予“买入”

公司自2008年成立以来专注建筑设备租赁和运营,目前已发展形成高空作业平台、建筑支护设备租赁及地下维修维护服务三大业务板块,22H1收入分别占比52%/41%/7%。受益于城镇化率和用工成本提升,我们看好中国建筑设备租赁行业中长期高景气,公司高空作业平台/地铁钢支撑保有量位居国内第二/第一。我们预计公司22-24年EPS 0.52/0.70/0.91元,三年CAGR+32%,截至9月5日可比公司对应22年17.6xPE,考虑公司轻资产和数字化有望提升管理效率、业绩增长有望更快,我们认可给予公司22年20xPE,目标价10.4元,首次覆盖给予“买入”评级。

高空作业平台有望持续快速扩张,看好中长期高成长

截至21年/22年6月末,公司高空作业平台管理规模超过4.7/5.9万台,21年/22H1相应收入10.9/7.6亿,19-21年CAGR+238%,是公司的主要增长点。公司20-21年出租率高于行业均值约4pct,验证管理运营能力较强。Frost & Sullivan预测26年中国高空作业平台设备保有量或达107万台,21-26年CAGR+23%。我们认为轻资产典型项目和大股东包揽定增落地,将有望推动公司高空作业平台业务持续快速扩张,预计22-24年相应收入增长61%/47%/33%,出租率稳定在80%以上。

工程设备租赁长坡厚雪,龙头份额有望加速提升

以北美建筑设备租赁市场为例,1997年以来经历了两次明显的增长阶段(1997-2007/2011-2019),城镇化率缓慢提升、用工成本增幅33%/23%,但龙头公司URI的市场份额从2007年的7%快速提升至2021年的16%,CR100由30%提升至56%。我们认为中国城镇化率水平仍将保持较快提升,人口老龄化及安全环保施工要求下,建筑用工成本快速提升将加快设备租赁需求的释放,21年中国设备租赁运营服务市场约0.9万亿元,Frost & Sullivan预计25年有望达1.5万亿元,CAGR+14.5%,且2021年CR100仅3%,其中高空作业平台集中度高,CR3约为57.5%。

围绕“产品+激励+模式”三要素,打造“渠道+运营+服务”一体化经营

我们认为公司看点有三:1)产品线丰富,渠道分布全国,具备基础/结构工程和装饰运维后建筑市场的全生命周期服务能力,中小客户数量稳定占比99%,有利于回款;2)激励机制到位,通过股票期权、合伙人制、“商机分享-利益分成”等多元化机制,深度协同客户、员工与公司利益一致;3)轻资产+数字化,推动公司规模快速扩张的同时强化管理运营。截至22H1末,公司来源于轻资产转租设备约6700台,占比超过11%,资产价值超过8亿。

风险提示:需求增长放缓,资产管理效率提升不及预期,盈利能力下滑。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	1,524	2,607	3,560	4,727	5,995
+/-%	32.11	71.02	36.57	32.78	26.81
归属母公司净利润(人民币百万)	322.82	498.13	656.20	878.92	1,152
+/-%	17.09	54.31	31.73	33.94	31.07
EPS(人民币,最新摊薄)	0.26	0.39	0.52	0.70	0.91
ROE(%)	12.68	14.14	16.39	18.79	20.77
PE(倍)	28.90	18.73	14.22	10.62	8.10
PB(倍)	2.80	2.52	2.17	1.85	1.54
EV EBITDA(倍)	13.29	8.34	6.00	4.84	4.03

资料来源:公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点及推荐逻辑	3
核心观点.....	3
与市场观点的不同之处.....	3
专注全周期服务，聚焦建筑设备运营	4
设备运营万亿大赛道，渗透率提升促行业新旧转换	8
城镇化率持续发力，建筑设备租赁渗透提升.....	8
安全环保促新旧转换，新兴业务场景扩展需求.....	10
施工安全环保要求提升，新型设备运营持续放量.....	10
渗透多种建筑业务场景，业务多元化带来新需求.....	12
公司看点：高效率验证强管理，设备规模优势显著	13
看点一：高空作业平台规模第二，轻资产模式快速扩张.....	13
看点二：产品线丰富，中小客户占比高.....	15
看点三：数字化赋能+激励到位，提升管理效率.....	17
看好中长期高成长，首次覆盖建议“买入”	19
收入：预测 2022-2024 年收入增速分别为 37%/33%/27%.....	19
毛利率：预测 2022-2024 年毛利率稳定在 50%.....	19
费用率：预测 2022-2024 年期间费用率分别为 22.6%/22.4%/21.7%.....	20
净利润：预测 2022-2024 年归母净利润增速为 32%/34%/31%.....	20
首次覆盖，给予“买入”评级.....	20
风险提示.....	21

核心观点及推荐逻辑

核心观点

建筑设备租赁行业长坡厚雪，公司各类设备保有量均处于行业前列。随着城镇化率和建筑用工成本的持续上升，海外市场表明建筑设备租赁需求将保持较高增长。21年中国设备租赁运营服务市场约0.9万亿元，渗透率约10%，Frost & Sullivan预计25年中国设备运营服务市场规模有望达1.5万亿元，CAGR+14.5%。公司持续扩大设备保有量，截至22年6月底，公司高空作业平台管理规模超5.9万台，保持行业第二；地铁钢支撑保有量超过32万吨，连续多年位列国内市场第一；铝模板和爬架合计超160万平方米。2021年中国设备租赁行业CR100仅3%，低于北美市场56%的份额，我们认为公司深耕建筑设备租赁行业，领先同行的资产规模与项目周期全覆盖能力，将有助于推动收入规模持续扩张。

聚焦高空作业平台，全方位打造综合服务能力。截至21年/22H1末，公司高空作业平台管理规模超过4.7/5.9万台，位于行业第二；21年/22H1高空作业平台租赁收入10.9/7.6亿元，19-21年CAGR+238%，期间年均毛利率55.3%，收入/毛利占比由19年的8.3%/7.6%上升至22H1的52.5%/51.6%，是公司的主要增长点。在设备租赁行业快速发展的背景下，Frost & Sullivan预测26年中国高空作业平台设备保有量将达107万台，21-26年五年CAGR+23%。我们预计22-24年公司每年新增约2.5万台高空作业平台设备，公司市场占有率将由21年的15%上升至24年的18%。截至22H1，公司高空作业平台租赁网点突破170个，同比增长150%，我们认为网点布局加速有助于公司降低运费、提升服务效率。

轻资产模式降低资产负债率，数字化系统提升管理效率。公司通过轻资产模式引入外部资金方或资产闲置方，能够有效解决建筑设备租赁行业依赖大规模资产投入的劣势，但对管理运营能力要求较高。2021年至今，公司已与热联集团、徐工广联、苏银金租、东阳城投等多家企业签署合作协议，采用轻资产模式提升管理规模。截至22年6月末，公司来源于轻资产模式的转租设备约6700台，占比超过11%，资产价值超过8亿元，21年/22H1创造收入约1.2/0.7亿元。我们认为轻资产模式的加速落地有助于降低公司资产负债率与资产贬值风险，公司有望在扩大资产规模的同时降低对一次性资金投入的依赖。同时为提升管理能力，公司数字化进程加速，截至21年末公司高空作业平台中后台设备管理效率提升35%，电子签约比例提升至99%，出租率提升至85.7%，领先同业平均水平。

与市场观点的不同之处

我们认为围绕数字化与轻资产提升运营效率是公司的核心驱动。市场对公司高空作业平台租赁业务的规模扩张均有较高的预期，但规模扩张的同时对资金筹措、设备运营管理均提出了更高的要求。我们从公司客户群体、设备保有量、出租率、数字化战略、轻资产模式五个方面详细分析了公司在高空作业平台租赁行业竞争中的优势，19-21年公司验证了规模扩张的同时实现高出租率和收入高增长，且应收账款周转率小幅改善。下一阶段我们认为数字化和轻资产将是公司提升管理效率的重要渠道：1) 数字化系统有助于提升规模效应、降低成本、提升核心资产出租率，公司基于与蚂蚁链的合作，通过自主研发的T-box收集设备数据，借助区块链的不可篡改性和可追溯性建立可信设备追踪体系，打通设备租赁产业链；2) 高空作业平台租赁是重资产行业，轻资产模式有助于降低资产负债率，典型项目的落地将是推动公司轻资产模式快速扩张的重要信号。

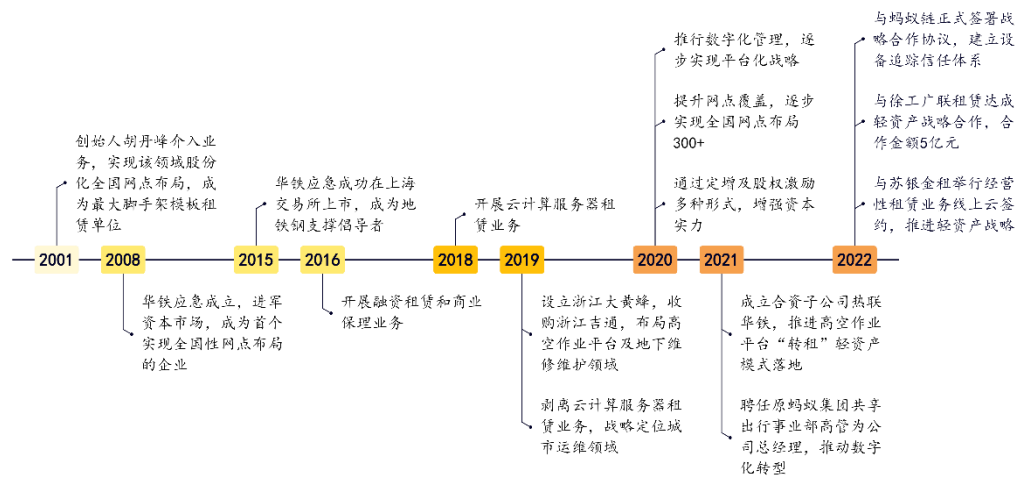
市场对海外租赁龙头的经验研究与比较存在不足。市场主要从海外租赁行业规模以及URI等龙头的财务数据方面探讨成长逻辑，未进行详细拆分。我们在本报告中，一方面梳理了北美建筑设备租赁市场规模扩张的主要驱动因素；另一方面，我们剔除了并购对URI收入的影响，并以1997年为基数，重新计算了URI在1997-2021年的收入，认为其内生收入增速与行业增速相当，而外延并购成为其提升市场份额的重要驱动力。且URI在保持规模扩张的同时能够维持较好的盈利水平，2012年以来综合毛利率稳定在40%左右，EBITDA利润率稳定在40%以上，净利率自2014年以来稳定在10%以上(除2020年因疫情为9%)。而公司2019年以来通过外延并购，也实现了类似的规模和品类扩张。

专注全周期服务，聚焦建筑设备运营

以建筑设备租赁服务为核心，推动数字化+轻资产转型。华铁应急自2008年设立以来，主要从事设备租赁业务，现已发展形成高空作业平台租赁服务、建筑支护设备租赁服务及地下维修维护服务三大业务板块，主要产品包括高空作业平台、地铁/民用钢支撑、集成式升降操作平台（爬架）等。截至2022H1，公司高空作业平台管理规模超过59000台，运营中心突破170家，规模保持行业第二；公司地铁钢支撑保有量超过32万吨，连续多年位列国内市场第一。

经营模式上，公司以租赁为核心，打造“渠道+运营+服务”一体化经营模式。公司深耕城市运维领域，位居建筑设备租赁行业第一梯队，2019年开始重点布局高空作业平台，巩固建筑支护设备租赁业务，并积极开拓地下维修维护服务，连续斩获2020/2021年中国高空作业设备租赁商10强等殊荣。

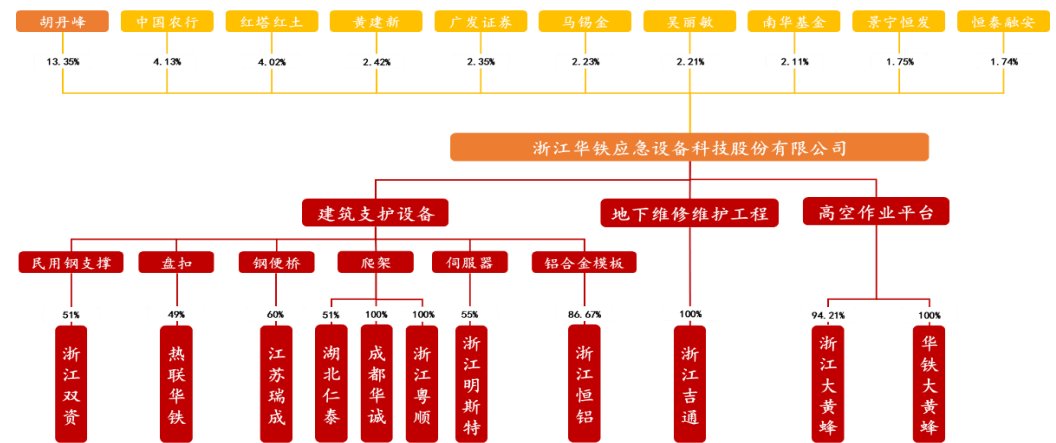
图表1：华铁应急发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、华泰研究

通过多元化并购与设立子公司，积极拓展业务版图。2019年，公司通过设立浙江大黄蜂、收购浙江吉通（未上市），布局高空作业平台租赁服务及地下维修维护业务。2021年以来，公司先后收购浙江恒铝（未上市）、浙江粤顺（未上市）和湖北仁泰（未上市）剩余部分股权，进一步拓展建筑支护设备租赁服务业务。今年8月，公司对大黄蜂控股（公司控股股东、实际控制人胡丹峰控制的公司）非公开发行3-6亿元事项已获证监会通过，若发行完成，公司控股股东实际持有公司的股份将进一步上升。

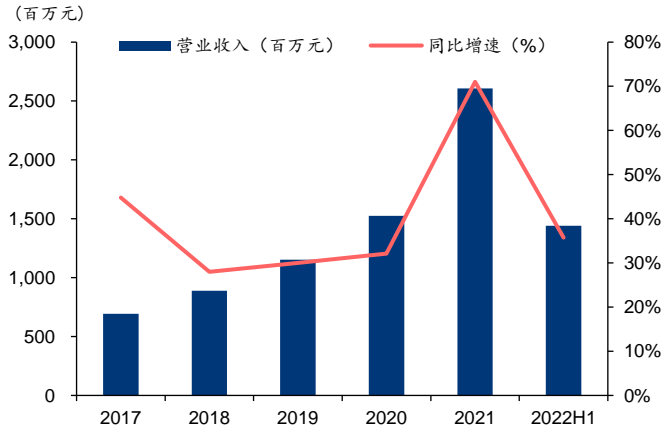
图表2：华铁应急股权结构（截至2022年6月）



资料来源：公司公告、华泰研究

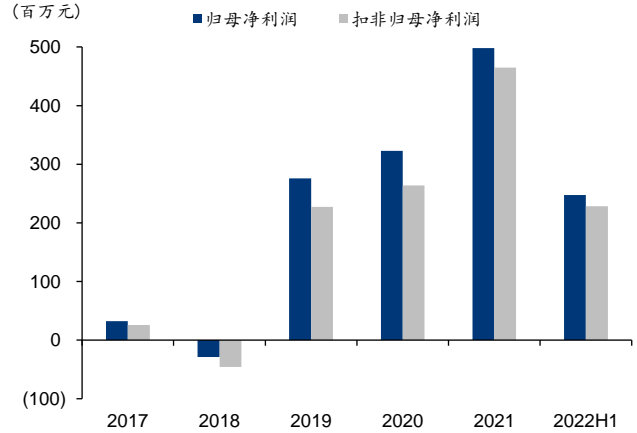
收入、利润高速增长，盈利能力领先同业。2021 年公司收入 26 亿元，2019-2021 年 CAGR+50.3%;2021 年公司归母净利润/扣非归母净利润分别为 4.98/4.65 亿元，2019-2021 年 CAGR+34.4%/+43.0%，经营租赁服务成为主要增长动力。22H1 公司实现收入 14.4 亿元，同比+35.7%;实现归母净利 2.5 亿元，同比+27.0%，疫情影响下仍然延续了增长态势。

图表3： 公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

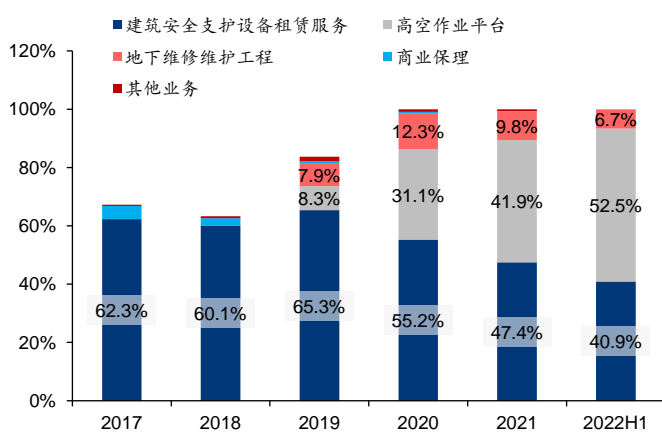
图表4： 公司归母净利润及扣非归母净利润



资料来源：公司公告、华泰研究

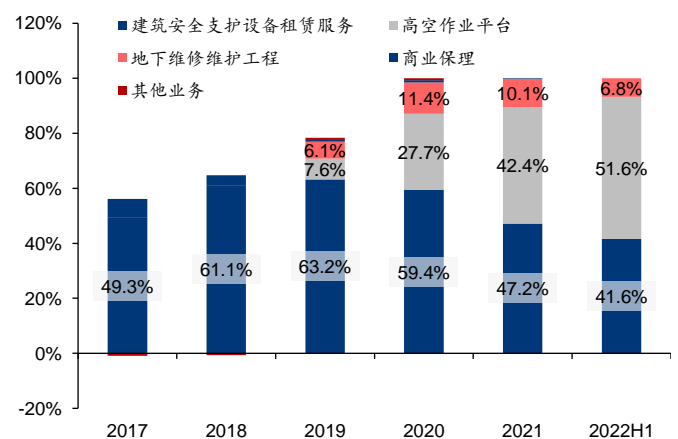
自 2019 年公司进入高空作业平台租赁以来，业务发展迅速，营收及毛利占比保持提升。22H1 公司高空作业平台实现收入 7.6 亿元，同比+99.2%;实现毛利 3.4 亿元，同比+79.1%。

图表5： 公司高空作业平台收入占比快速提升



资料来源：公司公告、华泰研究

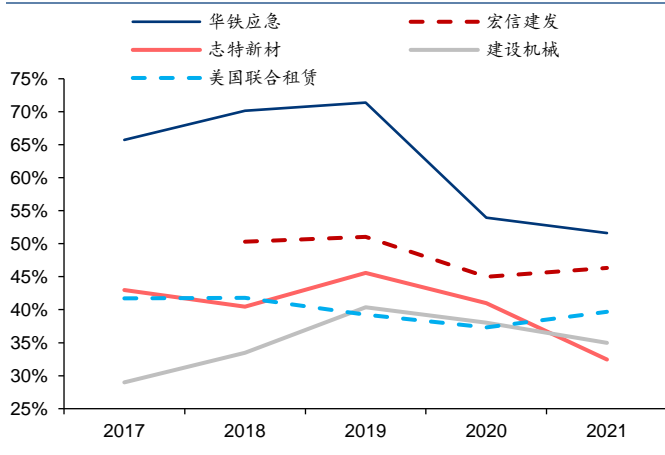
图表6： 公司高空作业平台毛利占比快速提升



资料来源：公司公告、华泰研究

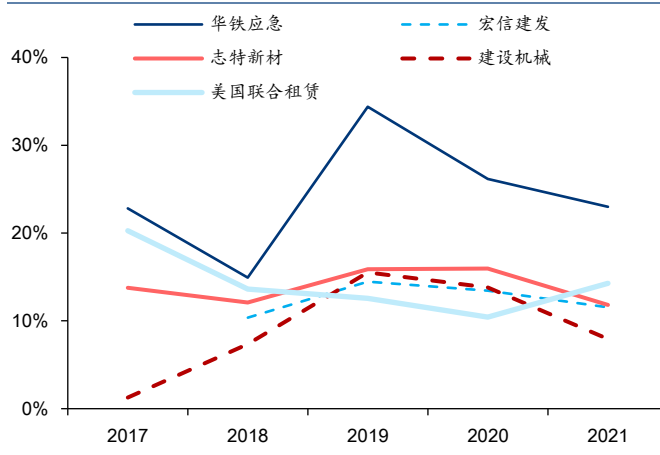
2019 年以来，公司综合毛利率维持 50%以上，归母净利率维持 20%左右，盈利能力高于同业水平，我们认为核心在于规模快速扩张的同时保持了较好的运营周转能力。

图表7： 公司综合毛利率高于同业水平



注：宏信建发（未上市）、志特新材（300986 CH）、建设机械（600984 CH）、美国联合租赁（URIUS）
资料来源：Wind、公司年报、华泰研究

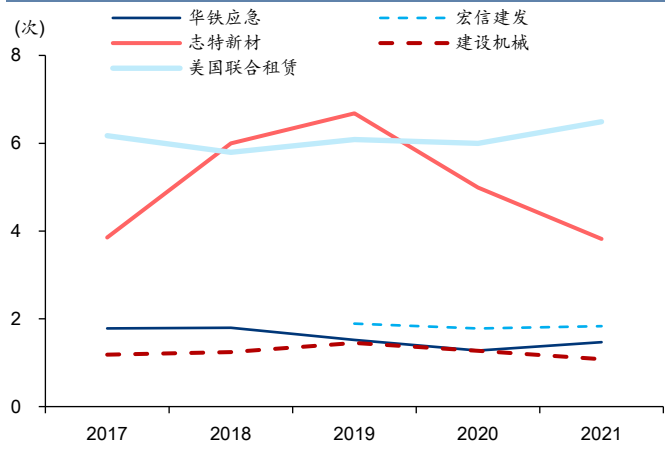
图表8： 公司净利率高于同业水平



资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

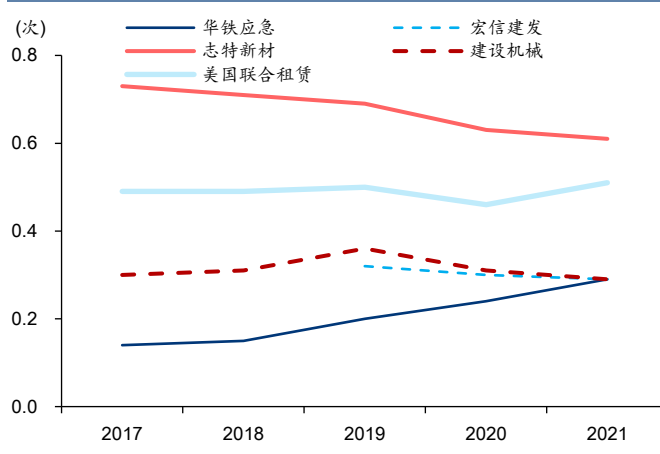
应收账款周转率较低，但整体营运能力持续改善。公司应收账款周转率低于可比公司，2017年以来稳定维持在 1.5 次左右，主要是公司产品结构有差异，公司此前业务集中在回款较慢的建筑支护设备租赁。自 2019 年公司进入高空作业平台租赁市场以来，应收账款周转率小幅上升，未来随着该部分收入占比进一步提升，应收账款周转率有望持续改善。根据公司年报，2021 年公司已实施加强了应收账款的线上管控，在 CRM 系统中添加应收账款模块，加强过程管控与节点提醒，为催收人员提供数字化赋能，提高应收账款回收速度，并组建了专业的催收团队和风控部门，制定了系统性全方位催收体系等多项改善措施。2021 年公司建筑支护设备板块应收账款周转率同比上升 13.49%，实现了单年度回款额新高。此外，公司总资产周转率也低于可比公司，但 2019 年以来随着高空作业平台收入占比提升，公司的总资产周转率呈上升趋势，营运水平逐渐改善。

图表9： 公司应收账款周转率略低于同业



资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

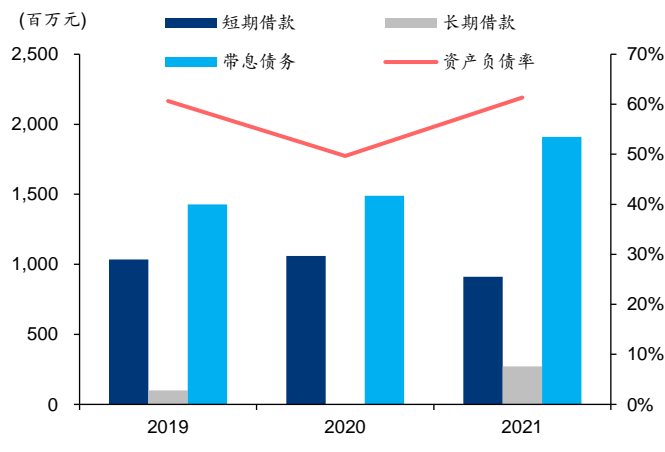
图表10： 公司总资产周转率低于同业但持续提升



资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

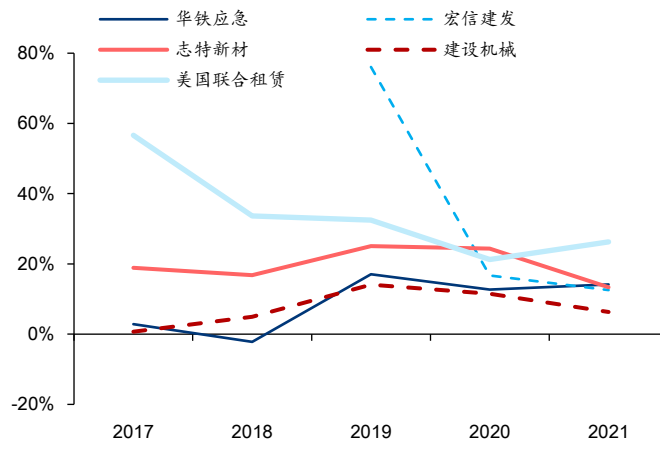
资本结构逐步优化，ROE 稳定上升。2019-2021 年，公司资本结构逐渐趋于优化，短期借款比例逐步下降，资产负债率维持 50-60% 之间。2017-2021 年公司 ROE 从 2.85% 提升至 14.14%，2021 年与同业相当。公司所处行业为重资产行业，且仍处于发展初期，但公司已加快实施了轻资产和数字化战略。2021 年至今，公司已与热联集团（未上市）、蚂蚁链（未上市）、徐工广联（未上市）、苏银金租（未上市）、东阳城投（未上市）等多家企业签署合作协议，采用轻资产合作模式改善营运水平，有利于驱动公司 ROE 的上升。

图表 11：公司资本结构及资产负债率



资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

图表 12：公司 ROE 震荡提升



资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

设备运营万亿大赛道，渗透率提升促行业新旧转换

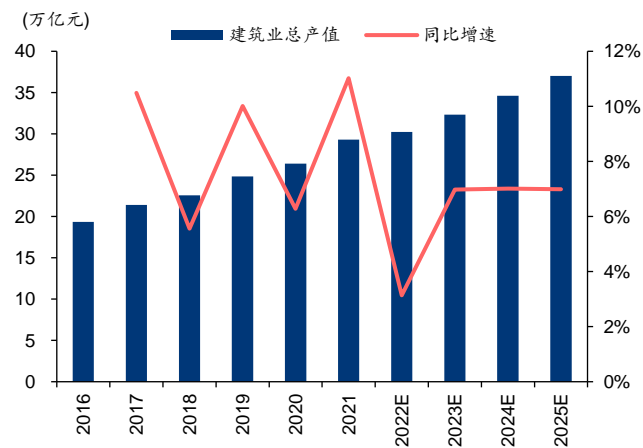
中国城镇化水平较欧美国家依然偏低，随着我国城镇化率的进一步提升，建筑业设备租赁需求有望加快释放，2025年设备运营服务规模有望达到1.5万亿元，22-25年CAGR+14.5%。同时随着我国城镇化率接近70%、建筑工人用工成本继续上升、地产建筑行业去杠杆，建筑设备租赁渗透率有望加快渗透，且从URI的发展历程来看，行业强者恒强趋势明显。

城镇化率持续发力，建筑设备租赁渗透提升

根据国家统计局，过去五年中国宏观经济保持快速增长，中国名义GDP由2016年的74.6万亿元增加至2021年的114.3万亿元，CAGR+8.9%，2021年中国人均GDP突破8万元。另一方面，2021年中国城镇化率64.7%，相比于欧美国家75%以上的水平依然较低。

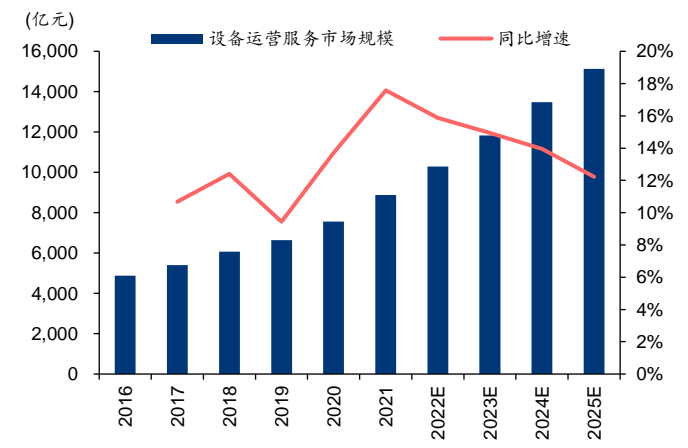
建筑业市场空间广阔，相关设备运营服务市场规模将超万亿。受益于城镇化的持续推进以及固定资产投资的不断增加，中国建筑业产值稳健增长。2021年中国建筑业总产值29.3万亿元，Frost & Sullivan预测2025年将增至37.0万亿元。作为建筑业的上游行业，中国设备运营服务提供商现阶段渗透率较低，根据中国工程机械工业协会的统计，2021年约为10%，低于北美、欧盟和日本等发达国家2021年的平均渗透率66.3%，2021年中国设备运营服务市场规模8882亿元，Frost & Sullivan预测2025年设备运营行业规模将达到1.5万亿元，21-25年CAGR+14.5%。

图表13：中国建筑业总产值保持稳健增长



资料来源：国家统计局、Frost & Sullivan 预测、华泰研究

图表14：2021-2025年中国设备运营服务市场规模 CAGR+14.5%

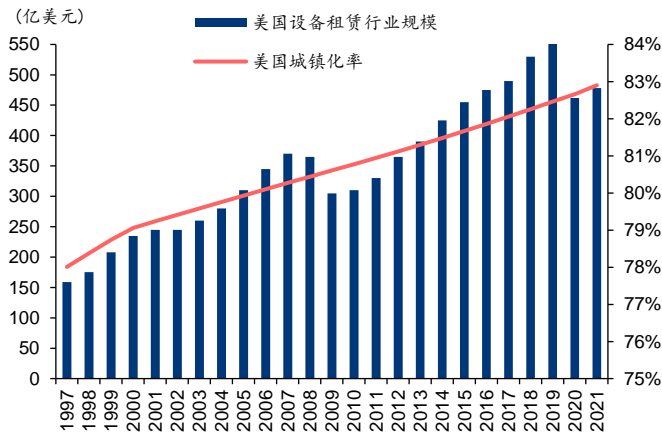


资料来源：中国工程机械工业协会、Frost & Sullivan 预测、华泰研究

我们预计随着建筑业转型升级，中国设备租赁行业渗透率将进一步提升：1) 房地产和建筑企业去杠杆背景下，更多企业转向轻资产经营，以租代购将更普及；2) 人口老龄化带来的劳动力短缺和用工成本上升；3) 专业化分工与供应链转型。

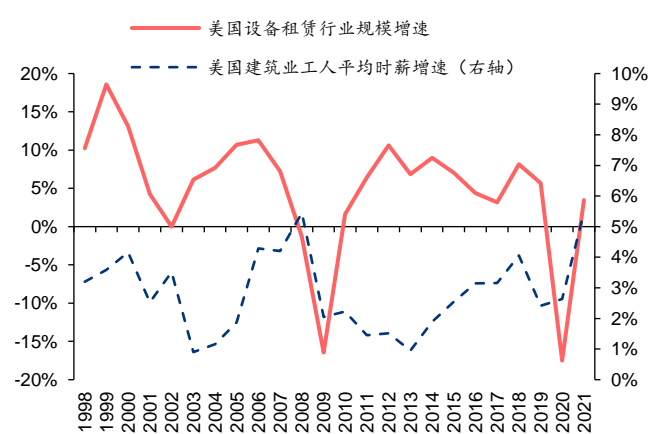
建筑工人供不应求，设备替代人工需求有望加快释放。以北美为例，美国建筑机械租赁市场起步于上世纪50年代，其后经历了两次快速增长阶段：1) 1997-2007年行业初具规模，由235亿美元增长至382亿美元，且行业集中度较高，2007年CR100约为30%。该期间美国的城镇化率由78%提升至80%，建筑工人时薪由16美元增长至21美元，增幅33%；2) 2010-2019年行业规模继续扩张，由322亿美元增长至573亿美元，同期美国城镇化率由81%增至82.5%，建筑工人时薪由23美元增长23%至29美元。同时行业集中度持续提升，2021年北美建筑设备租赁CR100约为56%。高企的建筑业人工成本和持续提升的城镇化率成为美国设备租赁市场中长期发展的主要驱动力。

图表15: 美国设备租赁行业规模随着城镇化率的上升而扩大



资料来源: Statista、华泰研究

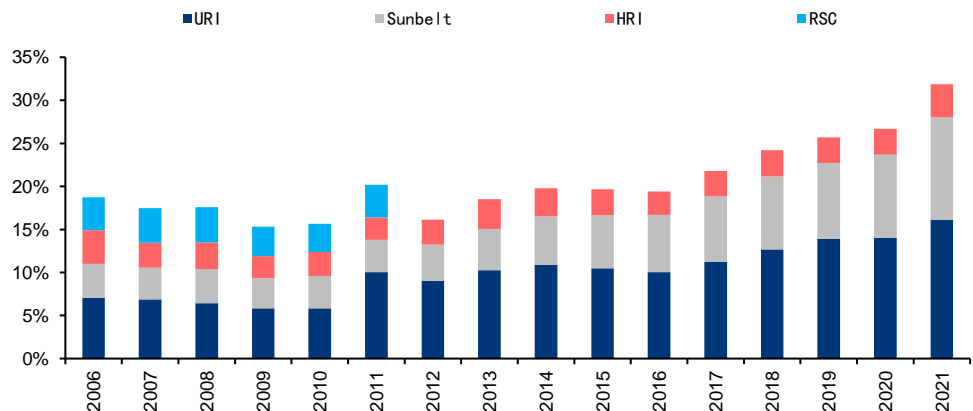
图表16: 用工成本上升加快美国设备租赁行业规模扩张



资料来源: Statista、华泰研究

受益于北美建筑机械市场的蓬勃发展,美国联合租赁 (URI) 于 1997 年创立,通过内生外延迅速成长为全球最大的设备租赁公司。1998-2000 年,公司进入高频并购阶段,收入/毛利由 1997 年的 4.90/1.49 亿美元迅速攀升至 2000 年的 29.19/10.89 亿美元,截至 2001 年 3 月,美国联合租赁完成收购项目 245 个。2001-2011 年,公司进入整合调整阶段,并购速度放缓,叠加金融危机影响,2007 年收入/毛利达到 37.15/13.10 亿美元的阶段性高点后,2010 年下降至 23.58/6.10 亿美元。2012-2021 年,由于公司并购单体规模增大,包括 2012 年完成收购当时美国第三大设备租赁公司 RSC,收入/毛利由 2011 年的 26.11/8.98 亿美元增长至 2021 年的 97.16/38.53 亿美元,URI 的美国市场占有率也由 2006/2011 年的 7%/10% 提升至 2021 年的 16%。

图表17: 美国设备租赁行业 CR3 市场份额持续提升



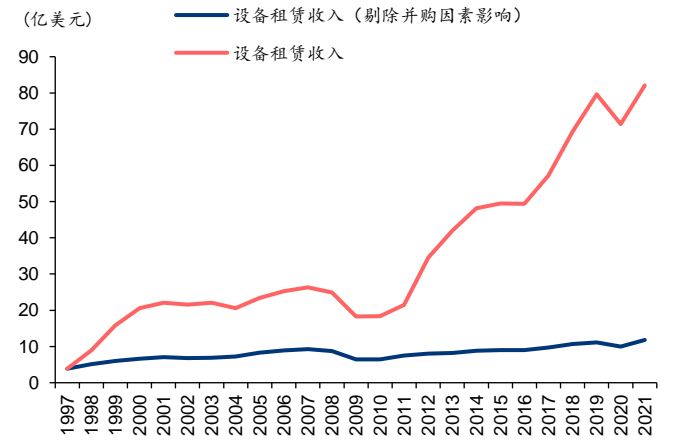
注: Sunbelt 为 Ashtead (AHT LN) 的美国子公司, RSC (未上市) 由 URI 于 2012 年并购, HRI (HRI US)。

资料来源: Statista、Bloomberg、URI 年报、Ashtead 年报、华泰研究测算

根据 URI 年报,我们剔除了并购对其收入的影响,以 1997 年的营业收入为基数,重新计算 URI 于 1997-2021 年的收入。1997-2021 年,URI 设备租赁收入 (剔除并购因素影响)/设备租赁收入由 3.9 亿美元上升至 11.8/82.1 亿美元, CAGR+4.7%/13.6%。剔除并购因素影响后,URI 设备租赁收入内生增速与行业收入增速相当,因此我们认为外延并购是建筑设备租赁行业提升市场份额的另一重要驱动力。

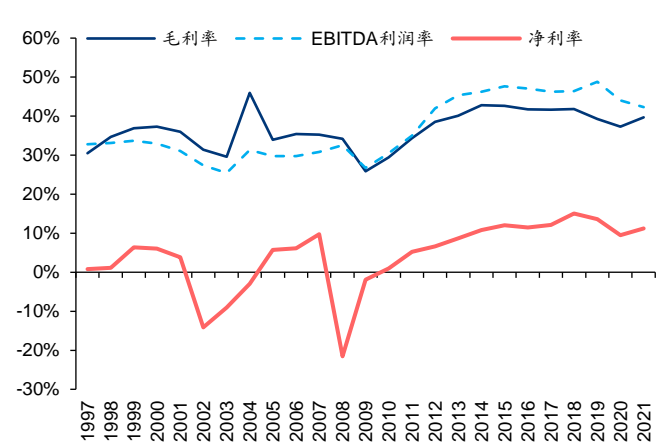
但从盈利能力来看,URI 在保持规模稳健扩张的同时保持了较好的盈利水平,2021 年 URI 设备租赁业务收入 82 亿美元,占整体收入的 84.5%,毛利率 40%, EBITDA 利润率 42%,净利率 11%,均延续了近 10 年的高盈利水平。URI 自 2012 年以来综合毛利率稳定在 40% 左右, EBITDA 利润率稳定在 40% 以上,净利率自 2014 年以来稳定在 10% 以上 (除 2020 年因疫情下降为 9%)。

图表18: URI 剔除并购因素影响后设备租赁收入明显下降



资料来源: URI 年报、华泰研究

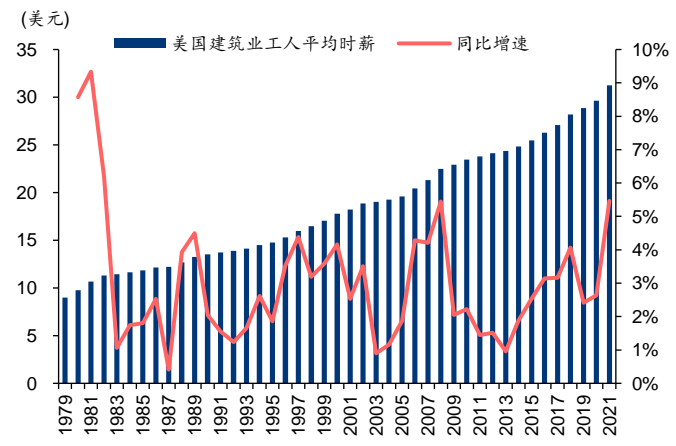
图表19: URI 综合盈利能力保持基本稳定



资料来源: URI 年报、华泰研究

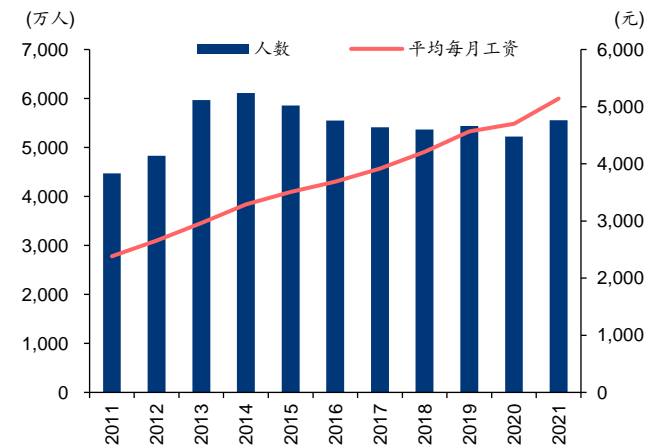
根据国家统计局数据, 2011 年以来中国的建筑工人薪资处于持续攀升阶段。受人口老龄化和择业选择影响, 中国一线建筑工人持续减少, 由 2014 年的 6100 万人减少至 2021 年的 5558 万人。受工人数量供应规模下降, 中国建筑工人用人成本持续提升, 从 2012 年 2654 元/月增长至 2021 年 5141 元/月, 最近十年增幅 94%。而随着地产和建筑企业降杆杆和需求收缩, 客户对降本增效更加迫切, 我们认为建筑工程企业将加快设备替代人工的进程。

图表20: 美国建筑业工人平均时薪及同比增速



资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究

图表21: 中国建筑工人人数及平均月工资



资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究

安全环保促新旧转换, 新兴业务场景扩展需求

除整体设备运营服务行业市场规模不断扩大以外, 华铁应急主营建筑设备租赁服务业务有望赢得更快发展。传统建筑支护设备、高空作业平台、地下维修维护的安全和环保方面存在较多隐患, 而建筑设备租赁业务由于引入更多新型设备、专业化服务能力更强, 能够提升建筑施工环节绿色环保水平和安全系数, 并有效提升施工效率。同时, 随着建筑运维后市场等新兴应用场景不断涌现, 也将为建筑设备租赁行业带来新需求。

施工安全环保要求提升, 新型设备运营持续放量

安全环保政策要求更为严格, 产业迎来新旧动能转换潮。近年来随着国家在安全生产、环境保护等方面的政策要求趋于严格。在安全生产及建设方面, 安全事故容忍度降低, 现场安全标准和施工安全要求不断提升。在环境保护方面, 碳达峰和碳中和下节能减排要求更加严格。因此, 传统工程设备需要在低碳节能技术、安全生产技术前提下进行产能升级, 华铁应急等设备租赁服务商有望抢占先机, 扩大新型设备租赁渗透率。

现有建筑设备和环保政策不协调，地下维修维护迎来应用新场景。目前在设备租赁服务领域三大方面存在新旧不平衡问题，并存在潜在的安全环保风险：1) 建筑支护设备：传统混凝土支护系统与新型钢支护系统；2) 高空作业平台：传统吊篮与自行式高空作业平台；3) 地下维修维护：传统钻孔灌注桩、混凝土地下连续墙与新型工法。

1) 建筑支护设备：支护系统指于地下或水下施工过程中，在基坑或围堰搭建的临时维护结构，用于保护工人及设备的安全。传统支护系统主要由混凝土制或水泥制造，且无法重复使用，每年造成行业数亿吨建筑垃圾的排放，与逐渐严格的环保要求不符。为满足更高效、更安全、更经济、更环保的要求，新型钢支护系统市场份额正迅速增长。新型钢支护具有环保、安全、高效且可回收的优点，能有效降低施工过程中的材料消耗，并且防水性能更好，成型更快，能够有效提升建设效率并确保人员安全。

图表22：新型支护系统更环保、更经济、更安全

种类	效率	安全	经济	环保
新型支护（钢支撑）	安装、拆除快；有效缩短工期。	装配式操作；减少施工风险。	一次性投入少；降低项目总投入。	无噪音、无粉尘；减少建筑垃圾排放。
新型支护（铝模板）	现场安装快捷、拆除快。	实现建筑工厂化、减少大量现场施工环节。	重复利用次数多。	重复利用次数多、低碳环保。
新型支护（爬架）	项目工期更短。	安全、防护、防坠、防倾。	节省原材料花费、人力成本。	节省钢管、手脚架等材料。
传统支护（混凝土）	安装、拆除慢；浇筑后养护20+天。	施工环节多；人工操作影响大。	一次性使用，损耗成本高。	噪音大、粉尘多；建筑垃圾排放多。

资料来源：公司公告、华泰研究

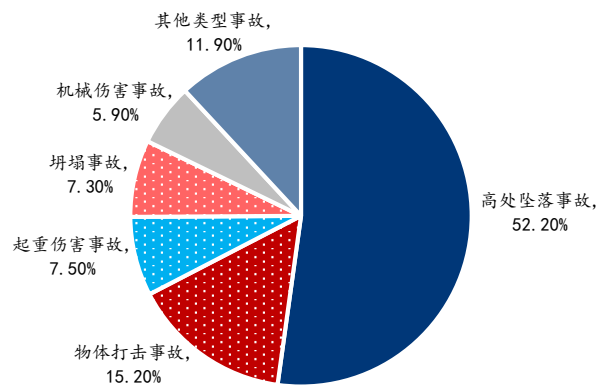
2) 高空作业平台：高空作业平台指在一定高度进行作业使用时的可移动的机械设备，一般将两米以上高空作业且存在跌落可能下使用的工具都归类为高空作业平台。根据住建部数据，2021年高处坠落是导致我国房屋市政工程安全事故的第一大原因，占比超过50%。从效率看，与传统吊篮等高空作业工具相比，如今高空作业平台更加灵活，能够显著加快施工进度、简化恶劣环境下施工进度；从安全性能看，高空作业平台能够减少劳动强度和人力成本，并保障建筑工人的安全。

图表23：新型高空作业平台示意



资料来源：公司官网、华泰研究

图表24：2021年全国房屋市政工程生产安全事故因素分类



资料来源：住建部官网、华泰研究

图表25：新型高空作业平台更经济、更安全

种类	效率	安全	经济
新型高空作业平台	高度方便调节；可自行移动；可通过较窄空间；耗时少。	始终保持水平；智能化、数字化。	需要人工数量少。
传统高空作业平台	安装、拆除慢；浇筑后养护20+天。	稳定性较差；人工操作影响大。	拆装、移动所耗人工成本高。

资料来源：公司公告、华泰研究

3) 地下维修维护: 地下维修维护工程主要聚焦于微创、非开挖式施工, 地铁、隧道、城市管廊、地下商场、地下停车场等大型基础地下空间施工项目均属于地下维修维护工程。与传统的地下维修维护工程施工技术相比, 公司新型工法更高效、更灵活、造价合理、环境污染小, 能够在保障施工质量及人员安全的前提下, 缩短施工周期、降低人力成本及造价、有效控制施工对地表的影响。

渗透多种建筑业务场景, 业务多元化带来新需求

除传统的工程施工外, 新型设备租赁正加快对建筑工程运维市场的渗透, 民用、市政、工业、交通运输等多方面场景应用比例大幅提升。由于其设备更优良、更安全、能有效提升作业效率, 我们认为未来新型设备运营服务将会加快替换传统支护、高空作业、地下维修维护传统工具。此外, 在农业、消费、文化旅游、娱乐等行业, 建筑设备租赁亦有望得到广泛推广和应用。业务的不断多元化, 也为设备经营租赁业务带来了新需求。

图表26: 新型设备经营租赁业务拓展情况

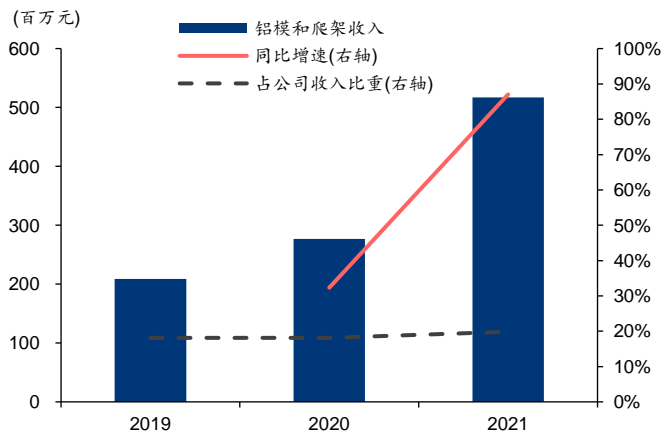
业务场景	建筑支护设备	高空作业平台	地下维修维护
民用	民用建筑大跨度基坑	农业大棚、房屋建设维修, 文化旅游, 影视娱乐	围墙旁维护, 河道旁维护, 危房旁维护, 地下商业, 地下停车场
市政	市政综合管廊建设	高架、绿化, 展会运营, 场馆建设	城市管廊, 垃圾填埋场
工业	地下储气库, 工业运输系统建设	厂房建设, 电力系统, 船舶建设	地基加固
交通	地铁, 隧道, 车站, 跨海大桥等	高铁站, 机场建设	道路改建, 地铁, 隧道

资料来源: 公司公告、华泰研究

就华铁应急而言, 公司钢支护、地下维修维护等业务主要受轨交、地下管廊等基建投资驱动, 高空作业平台业务下游需求广泛, 具备较强的挖掘潜力。传统业务中的铝模板和爬架与房地产投资关系较紧密, 该部分业务主要由并购的子公司浙江恒铝、浙江粤顺和湖北仁泰等为独立运行主体。一方面, 我们将三家子公司的收入和净利润相加, 测算得到2019-2021年合计收入占公司总收入的比例为 18.1%/18.1%/19.8%, 均未超过 20%; 在公司华东核心市场疫情反复和地产信用风险影响下, 公司铝模板和爬架业务 22H1 合计实现净利润 3186 万元, 同比-2.2%, 展现出较强的盈利韧性。

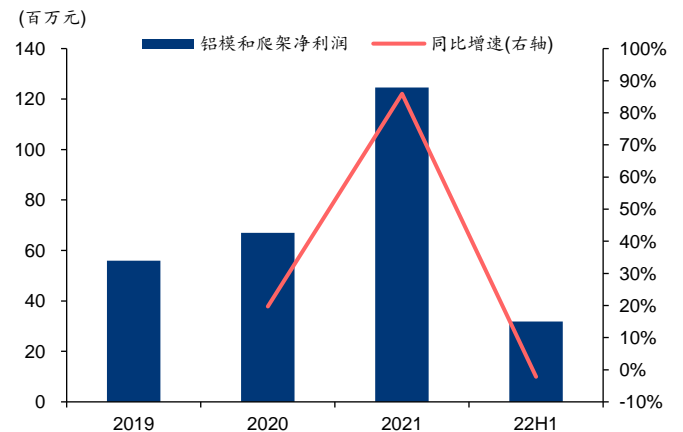
另一方面, 公司并购三家子公司时均签署了业绩承诺与补偿, 三家公司 2021-2023 年合计承诺实现扣非归母净利润 1.07/1.26/1.46 亿元, 其中 2021 年合计实现 1.06 亿元, 完成率 98.5%, 主要是浙江恒铝未完成调增后的业绩承诺, 浙江粤顺和湖北仁泰均完成相应业绩承诺。由于 22H1 三家公司盈利韧性较强, 且随着公司高空作业平台业务规模的进一步扩张, 我们预计地产投资下行对公司整体经营影响较小。

图表27: 公司铝模板和爬架收入占比低于 20%



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表28: 22H1 公司铝模板和爬架净利润同比下降 2.2%



资料来源: 公司公告、华泰研究

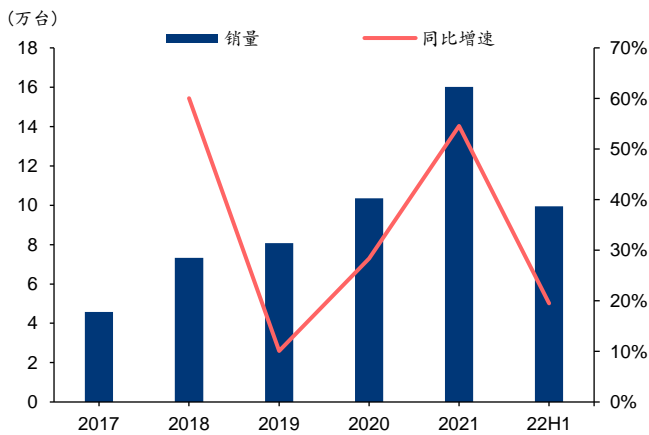
公司看点：高效率验证强管理，设备规模优势显著

看点一：高空作业平台规模第二，轻资产模式快速扩张

高空作业平台租赁市场扩张迅速，公司成长空间大。根据中国工程机械工业协会数据，2017-2021年中国高空作业平台销量由4.6万台上升至16.0万台，近五年CAGR+36.7%；高空作业平台保有量由6.5万台上升至37.5万台，其中租赁市场保有量由6.1万台上升至32.3万台，2021年租赁型高空作业平台占比86.2%。我们认为租赁是高空作业平台的主流商业模式，能够帮助下游企业保障生产安全、降低资金压力，实现高质量、高效率、低成本的施工，公司作为前列高空作业平台租赁服务商，未来仍具有较大的成长空间。

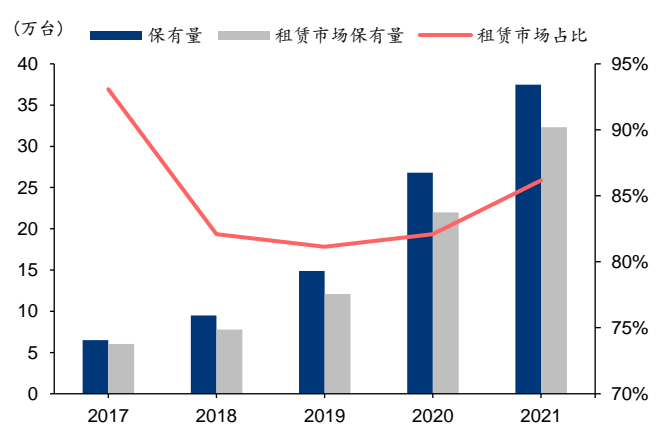
公司基于高空作业平台建立了营销网络，并同步引入少量玻璃吸盘车、打桩机、蜘蛛车、蜘蛛吊等新型设备，以满足各种环境下高空作业平台的使用需求。高空作业平台在基础工程、主体结构、屋面装饰、后续维护等场景广泛应用，能够覆盖建筑项目全周期，实现多品类设备协同发展。我们认为随着市场工业化水平的提高与公司业务的逐步拓展，高空作业平台租赁业务有望持续为公司带来新的收入增长点。

图表29：2017-22H1 中国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、华泰研究

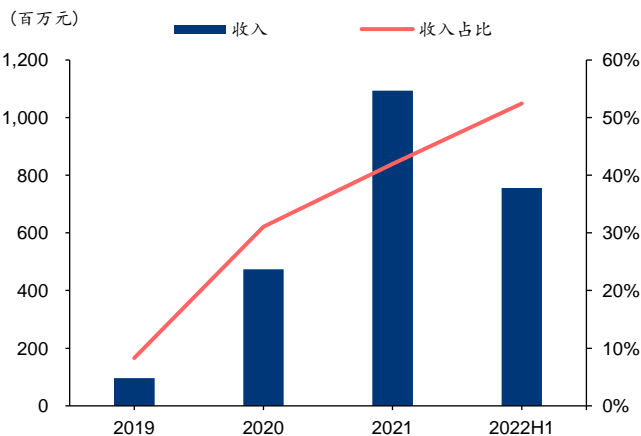
图表30：2017-2021 年中国高空作业平台保有量情况



资料来源：宏信建发招股说明书、华泰研究

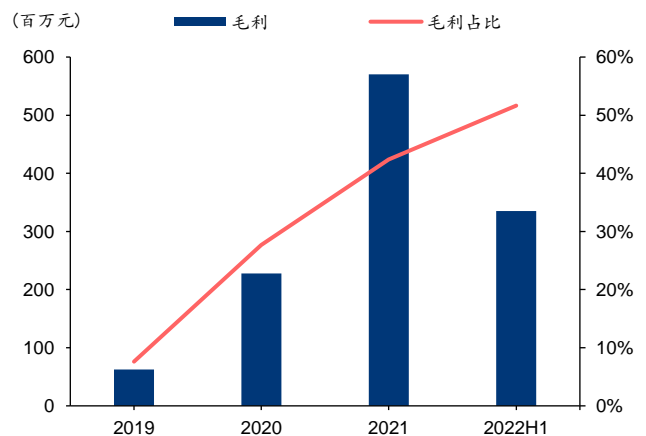
2021年高空作业平台经营规模翻倍，收入、毛利齐增长。公司高空作业平台租赁业务增速较快，2019-2021年，公司营收/毛利分别由1.0/0.6亿元提升至10.9/5.7亿元，近三年CAGR+237.6%/+201.6，营收/毛利占比由2019年的8.3%/7.6%上升至2022H1的52.5%/51.6%。2021年公司高空作业平台营收/毛利实现翻倍，同比增长131.3%/150.4%。我们认为随着经营规模的快速扩张，公司有望进一步巩固其在行业第一梯队的位置，建立品牌效应，维持高速增长的趋势。

图表31：2019-22H1 公司高空作业平台收入及占比



资料来源：公司公告、华泰研究

图表32：2019-22H1 公司高空作业平台毛利及占比



资料来源：公司公告、华泰研究

出租率高于市场平均水平，设备管理规模已居全国第二。从出租率及租售比情况来看，根据 ESCG 年度调研报告，2017-2021 年中国高空作业平台出租率由 73.6% 提升至 81.3%，21 年租售比 30.0%，且 ESCG 预计未来我国高空作业平台租售比将进一步提升，2025 年中国高空作业平台租售比将达到 35.0%。2020-2021 年，公司高空作业平台出租率分别为 78.6%/85.7%，领先行业平均出租率 74.3%/81.3%。从设备保有量来看，根据 Access 50 的统计，截至 2022 年 6 月底，公司高空作业平台管理规模超 59000 台，较 2021 年末新增约 12000 台，仅低于宏信建发的 97200 台，稳居国内高空设备租赁第二名。

我们测算 2021 年公司市场份额为 15%，较 2020 年上升 5pct。我们认为公司进入高空作业平台租赁行业年份较晚，但后发优势明显，资产管理效率优于同行，管理设备规模增长迅速，2021 年公司管理设备规模已占据国内第二，后续将继续扩大设备管理规模。

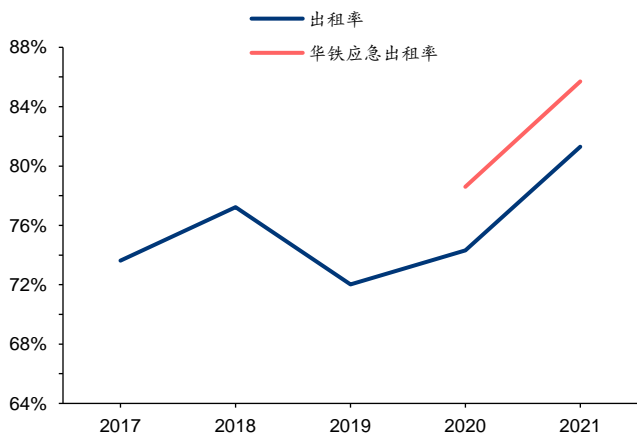
图表33： 公司位居国内高空设备租赁第一梯队（截至 2022 年 6 月底）

	宏信建发	华铁应急	众能联合
进入行业年份	2012 年	2019 年	2016 年
设备保有量 (台)	97200	59000	41314
线下网点数 (家)	299	170	100

注：众能联合（未上市）

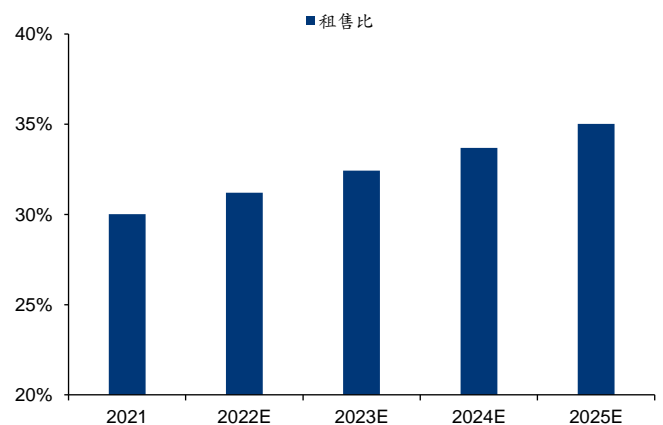
资料来源：公司公告、Access 50、华泰研究

图表34： 2017-2021 年中国高空作业平台出租率



资料来源：ESCG、公司公告、华泰研究

图表35： 2021-2025E 中国高空作业平台租售比



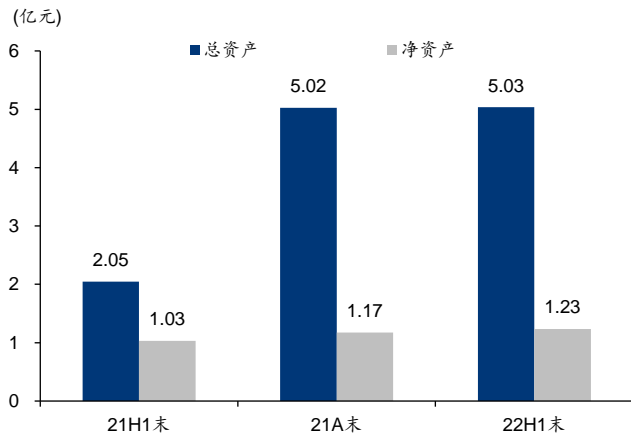
资料来源：观研报告、ESCG 预测、华泰研究

轻资产落地加速，高空作业平台多种模式并进。高空作业平台租赁业务属于重资产行业，收入与投入设备密切相关。2017-2021 年，随着公司 2019 年进入高空作业平台租赁业务及资产规模的加速增长，公司的资产负债率由 38.3% 攀升至 61.3%。为降低公司在提升资产管理规模时对资金投入的依赖，公司加快推进轻资产模式。2021 年公司和热联集团成立合资公司热联华铁，双方分别持股 49%/51%。由公司负责租赁设备管理和运营，热联集团负责筹资和购买设备，双方约定三年投入不少于 30 亿元购买设备。热联华铁于 2021 年 3 月正式运营，2021 年实现收入 6557 万元，净利润 1742 万元；22H1 实现收入 3883 万元，净利润 580 万元。

借鉴热联华铁的轻资产合作经验，公司在高空作业平台重点推进“转租”模式，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。2022 年 4 月，公司与徐工广联达成轻资产合作，涉及金额达 5 亿元，合作模式包括但不限于委托运营管理、转租等形式。2022 年 6 月，公司与苏银金租举行经营性租赁业务签约仪式，进一步开拓轻资产合作。截至 2022 年 6 月，公司转租设备台数超过 6700 台（其中徐工广联合苏银金租分别新增转租设备 1539/534 台），占比超过 11%，资产价值超过 8 亿元，上半年累计实现营收超 6500 万元。

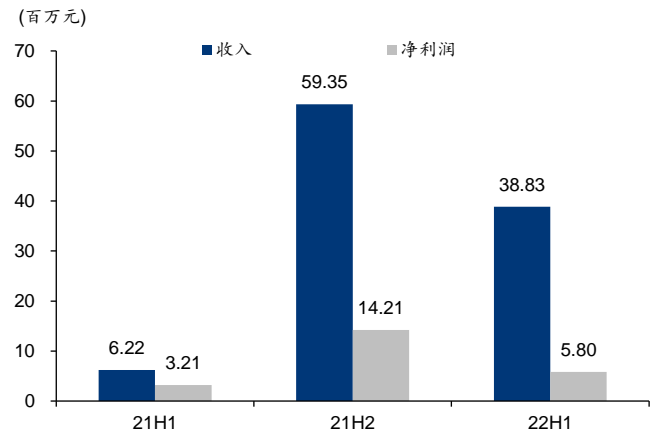
2022年8月，公司与浙江省东阳市国资办签署战略合作协议，将围绕工程设备产业形成深度合作，探索设备租赁产业数字经济新模式。9月2日，公司公告将投资4900万元（占股49%）与东阳市城投设立合资公司，计划未来管理资产规模不低于15亿元。我们认为轻资产模式的加速落地有助于公司降低资产负债率、降低资产贬值风险，且轻资产合作模式有望复制扩展到公司三大主营业务板块，推动公司专业服务能力提升和收入规模扩张。

图表36：热联华铁资产规模持续增长



资料来源：公司公告、华泰研究

图表37：热联华铁收入和净利润规模持续增长



资料来源：公司公告、华泰研究

看点二：产品线丰富，中小客户占比高

具备项目全周期覆盖能力，满足多元化需求。公司通过自有资金与轻资产拓展设备品类，主营的建筑支护设备、高空作业平台和地下维修维护三大业务板块覆盖建筑项目全周期，可应用于基础工程、主体结构、屋面装饰、后续维护等多个场景。此外，公司的地铁钢支撑、民用钢支撑、伺服轴力系统、打桩机等产品均适用于地下维修维护工程，高空作业平台、铝合金模板、集成式升降操作平台的应用场景高度重合，有利于各业务板块协同发展，为客户提供全面的设备租赁服务、提升单个客户价值。

公司能够提供设备安装、维护、租赁设备方案设计、配件销售、设备翻新等衍生配套服务，以优质的售后服务和设计方案提高客户粘性和服务竞争力，满足客户多元化需求，提供综合性解决方案。我们认为综合性、多元化的租赁服务能够推动业务有效扩张，绑定长中期客户群体，加速拓展城市运维。

图表38：公司拥有的各类设备可覆盖项目全流程



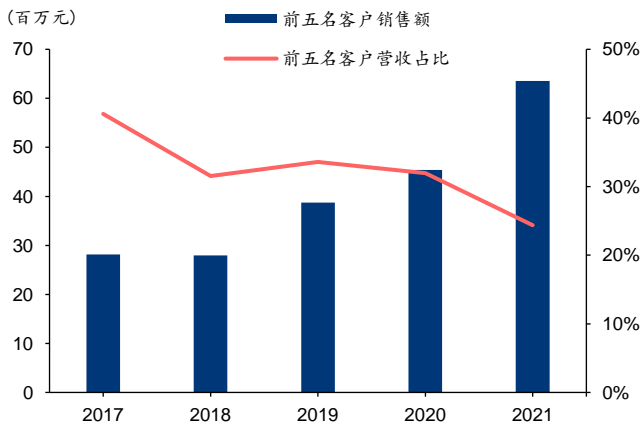
资料来源：公司2021年报、华泰研究

网点布局加速，中小客户高占比提升营运能力。根据公司半年报，截至2022年6月，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，运营中心突破170个，同比增长150%，覆盖全国400余个城市。我们认为密集的网点布局有助于降低运输费用、提高服务效率，是增加客户粘度的重要支撑。

公司重点拓展中小客户，建立品牌效应，增加客户粘性和回款率，提升公司的竞争优势。截至2021年底，公司累计签约客户超过6万个，其中，中小客户数量占比稳定在99%。2017-2021年，公司前五名客户销售额实现增长125.7%，营收占比下降16.2pct；公司整体应收账款风险可控，1年内应收账款占比均在60%以上，且呈上升趋势，2021年公司1年内应收账款占比接近70%，22H1占比达70.4%，账龄结构持续优化。

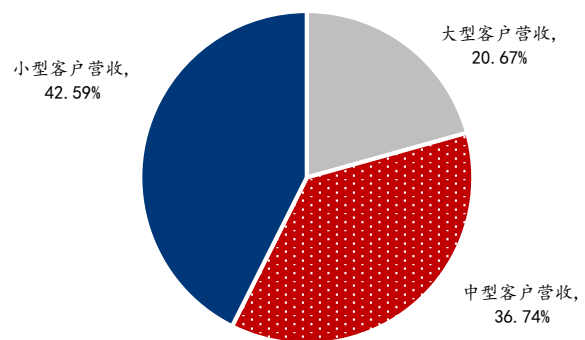
从经营性现金流净额情况看，2017-2021年，公司经营性现金流由负转正，由-11.3亿元上升至11.1亿元，奠定了公司正常运营与未来发展的基础，公司22H1经营现金流净流入5.2亿元，同比+5.2%。从收现比情况看，2017-2021年公司收现比不断攀升，由51.6%上升至76.9%，主要是由于公司客户以小B和C端为主，大客户占比持续下降（前五名客户收入占比持续下降）。我们认为中小客户存在回款好、粘性强、租金单价高等优势，公司中小客户营收贡献占比的逐渐扩大，有助于改善应收账款的回款情况，提升公司的盈利能力和营运能力。

图表39：前五名客户销售额及营收占比



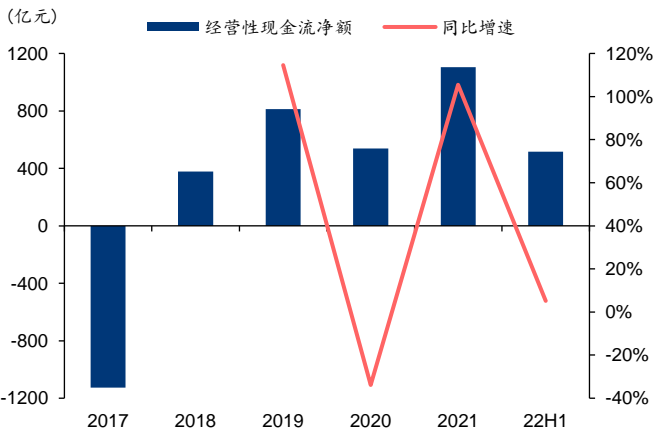
资料来源：公司公告、华泰研究

图表40：高空作业平台大、中、小客户营收贡献占比



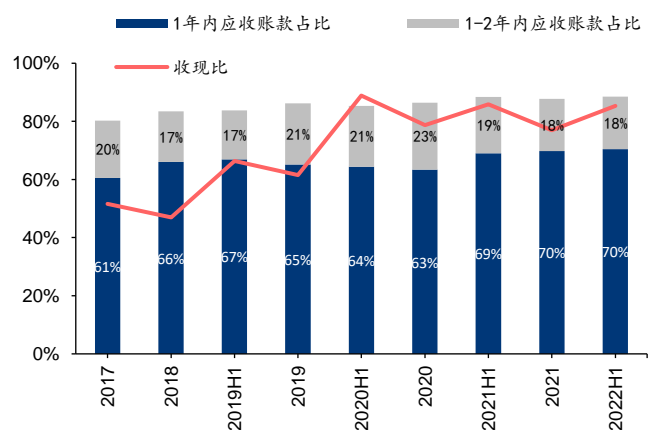
注：以上数据为截至2021Q3。
资料来源：公司公告、华泰研究

图表41：2017-2021年公司经营性现金流净额



资料来源：公司公告、华泰研究

图表42：公司应收账款结构及收现比



资料来源：公司公告、华泰研究

看点三：数字化赋能+激励到位，提升管理效率

渠道数字化持续推进，打开业务推广突破口。除继续推广线下网点布局，公司同时通过小程序、APP 和服务热线等多种手段构建线上服务渠道，能够查询实时价格、在线下单、物流跟踪、报停报修等服务功能。

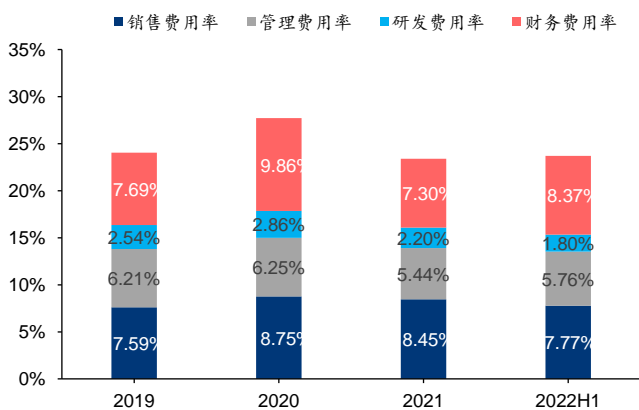
“采购-设备运营-零部件管理”流程持续优化，数字化赋能提升平台管理效率。公司以高空作业平台为切入口，搭建了“擎天系统”，应用于设备采购、业务管理、设备管控、财务结算等业务流程，实现业务链条的高效数字管理。采购方面，公司擎天系统能够与生产厂商管理系统对接，实现采购全流程在线跟踪，并结合设备运行累积的数据优选产品及配件。此外，公司零部件管理从需求发起到处置报废也实现了全流程在线跟踪。

设备运营管理平台是工程设备租赁企业的核心，公司持续推进该领域的数字化赋能。2021年12月，公司公告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，并于2022年1月启动与蚂蚁链的合作，于今年3月18日发布了重要进展。公司已制定研发了线索平台、智慧仓库、轻资产等数字化平台，基于物联网 IOT 技术，通过擎天系统和设备 ECU 通信能远程掌控设备的实时定位、举升次数、载荷、剩余电量、开机时长等运行状态，并实现设备的上下电、远程开锁机、一键找机、云围栏等操作。同时通过对设备业务数据进行搜集分析，更好地驱动一线业务决策，从而优化产品出租率、租赁价格与设备调拨决策，提升设备效益产出。

根据公司今年3月召开的“可信上链高机全场景生态发布会”，公司自主研发的 T-box 在线率和数据传输速度显著提升，将 IOT 物联网技术与区块链技术相结合，建立了可信设备追踪信任体系，推动数字化发展，未来有望助力公司在轻资产拓展、二手设备运营、维修保养标准等方面取得更大成效。

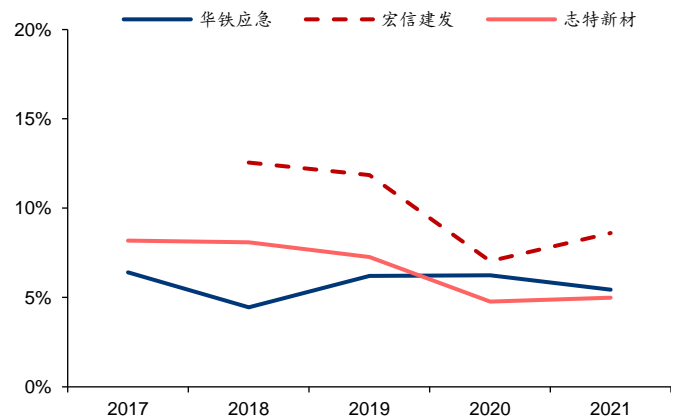
根据公司年报，截至2021年，公司高空作业平台中后台设备管理效率提升35.0%，电子签约比率提升至99.0%，应收账款回款率提升20.0%，合同签约时间大幅缩短，体现了数字化对公司经营效率的提升。从公司费用率看，2021年公司管理费用率优于同业水平，基本维持在5%-6%左右；20H1-22H1，公司财务费用率/期间费用率分别由12.0%/35.4%下降至8.4%/23.7%；公司营运周期下降6.5%，由306天缩短至286天。我们认为数字化系统为公司业务的拓展提供了强有力的支撑，公司有望通过数字化提升规模效应、降低成本，提升核心资产出租率，强化公司管理效率与运营能力。

图表43：公司期间费用率拆分



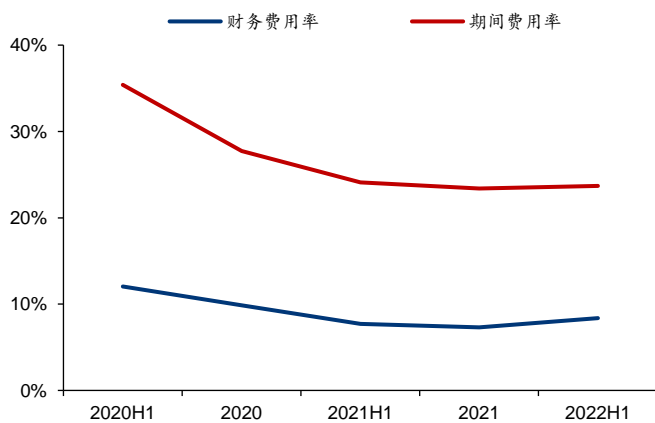
资料来源：公司公告、华泰研究

图表44：公司管理费用率优于同业



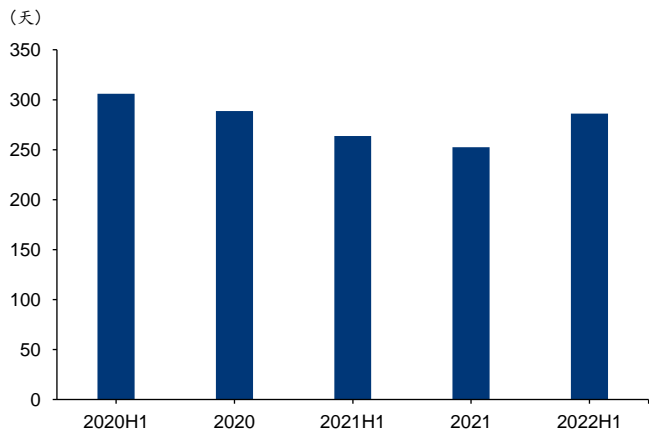
资料来源：公司公告、华泰研究

图表45: 2020H1-2022H1 年公司财务费用率与期间费用率



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表46: 2020H1-2022H1 公司营业周期



注: 营业周期=存货周转天数+应收账款周转天数。

资料来源: 公司公告、华泰研究

激励机制全覆盖, 助力公司持续发展。公司激励方案涉及中高层和店长, 实施普通员工合伙人制, 以利润或收入考核为主导目标实施激励方案。2018/2019/2020 年公司分别授予董事、高管以及核心技术/业务人员 40/62/159 人限制性股票 3075/2226/2335 万股, 业绩考核均达标, 目前已基本行权, 均起到了良好的激励效果。2021 年公司还实施了两期股权激励计划, 分别授予 857/45 人 4171/1566 万份股票期权。

此外, 公司探索形成了“商机分享-利益分成”机制, 通过给予商机提供者一定比例分成, 22H1 线索平台共收到线索 3581 单, 成功转化比例达 32.1%, 累计创造营收超 1000 万元。我们认为公司通过有效的激励机制, 使公司核心业务、技术及管理人才与公司形成利益共同体, 有助于维持经营的稳定性与积极性, 持续提升公司价值, 保障公司经营目标的实现。

图表47: 公司股权激励计划概述

公告时间	授予股数	授予人数	业绩考核目标
2018 年 6 月 5 日	3075.00	40	2018/2019 年净利润不低于 5000/6000 万元
2019 年 11 月 21 日	2226.32	62	2019/2020 年净利润不低于 2.6/3.0 亿元
2020 年 9 月 24 日	2334.81	159	2020/2021 年净利润不低于 3.0/3.3 亿元
2021 年 6 月 22 日	4170.75	857	2021-2022 年累计营收不低于 51.24 亿元; 2021-2023 年累计营收不低于 93.09 亿元; 2021-2024 年累计营收不低于 151.68 亿元。
2021 年 12 月 22 日	1566.00	45	2022 年营收不低于 29.89 亿元; 2022-2023 年累计营收不低于 71.74 亿元; 2022-2024 年累计营收不低于 130.33 亿元。

资料来源: 公司公告、华泰研究

看好中长期高成长，首次覆盖建议“买入”

收入：预测 2022-2024 年收入增速分别为 37%/33%/27%

公司收入主要由高空作业平台、建筑支护设备和地下维修维护构成，我们针对不同业务进行分项预测。对于建筑支护设备与地下维修维护业务，我们认为其增长将主要来自：1) 行业渗透率的稳步提升，根据宏信建发 IPO 招股书和中国模板脚手架协会的统计数据，2017-2021 年钢支护系统产量 CAGR+33%，铝模板保有量 CAGR+30%。2) 公司自有产能的稳步扩张，2019-2021 年通过并购浙江恒铝、浙江粤顺、湖北仁泰和浙江吉通完成建筑支护设备租赁与地下维修维护业务布局。公司 2021 年钢支护系统和铝模板保有量市占率均在 1%左右，我们预测建筑支护设备租赁服务业务/地下维修维护工程业务 22-24 年收入每年分别保持 20%和 15%的同比增速。

对于高空作业平台租赁服务业务，我们认为收入增长主要来自设备保有量规模和出租率的提升。

1) 市占率预测：根据前文我们的分析，2021 年全国租赁型高空作业平台 32.3 万台，Frost & Sullivan 预计 2024 年达到 68 万台，公司 2021 年末高空作业平台保有量超过 4.7 万台，市占率约 15%，排名行业第二。结合公司的资金实力，我们预测公司 22-24 年每年新增高空作业平台 2.5 万台，年末保有量分别为 7.5/10.0/12.5 万台，2024 年市场份额达到约 18%。

2) 出租率预测：公司 20-21 年高空作业平台出租率为 79%/86%。22 年受疫情反复的影响，我们预计全年平均出租率为 80%，23-24 年平均出租率稳步回升至 82%/85%。

此外，基于行业渗透率提升和需求释放，我们假设租金价格不变。综合市占率和出租率假设，我们预测公司 22-24 年高空作业平台收入 17.6/25.9/34.5 亿元，同比分别增长 61%/47%/33%。

综上，我们预测 22-24 年公司总收入 35.6/47.3/59.9 亿元，总收入增速为 37%/33%/27%，22-24 年收入 CAGR+32%。

图表48：2022-2024 年华铁应急收入及毛利率预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入（百万元）	887.65	1153.87	1524.35	2606.86	3560.19	4727.34	5994.65
建筑安全支护设备	533.80	753.86	841.91	1236.35	1483.62	1780.34	2136.41
高空作业平台		95.72	473.34	1093.55	1761.55	2587.87	3448.18
保有量（万台）		0.87	2.10	4.72	7.52	10.02	12.52
市占率（%）			9.5%	14.6%	16.9%	17.8%	18.3%
出租率（%）			78.6%	85.7%	80.0%	82.0%	85.0%
地下维修维护工程		90.75	187.79	254.71	292.92	336.86	387.39
商业保理	22.51	7.84	6.79	4.19	3.14	2.36	1.77
总收入增速（%）	28.0%	30.0%	32.1%	71.0%	36.6%	32.8%	26.8%
建筑安全支护设备	23.5%	41.2%	11.7%	46.9%	20.0%	20.0%	20.0%
高空作业平台			394.5%	131.0%	61.1%	46.9%	33.2%
地下维修维护工程			106.9%	35.6%	15.0%	15.0%	15.0%
商业保理	-27.6%	-65.2%	-13.3%	-38.3%	-25.0%	-25.0%	-25.0%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

毛利率：预测 2022-2024 年毛利率稳定在 50%

2019-2021 年公司高空作业平台租赁业务毛利率波动较大，22H1 受疫情反复影响，高空平台业务毛利率 44%，同比低 5.0pct，但 Q2 随着施工陆续恢复，市场需求逐步回升，公司 6 月末出租率已回升至 80%以上。随着公司进一步扩大设备保有量，同时轻资产模式扩张带来的收入比重增加，我们预测公司 22-24 年高空作业平台租赁服务业务毛利率稳定在 50%。建筑支护设备租赁服务与地下维修维护工程业务随着服务业务趋于成熟，我们预测公司毛利率或稳定在 49-51%左右。公司 2018-2021 年整体毛利率均保持在 50%以上，综合对各业务的分析，我们预测 22-24 年公司整体毛利率为 50.4%/50.1%/50.1%。

图表49： 2022-2024 年华铁应急毛利率预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
综合毛利率	70.1%	71.4%	53.9%	51.6%	50.4%	50.1%	50.1%
建筑安全支护设备	71.3%	69.1%	58.0%	51.4%	51.5%	51.0%	51.0%
高空作业平台		65.5%	48.1%	52.1%	50.0%	50.0%	50.0%
地下维修维护工程		55.3%	50.0%	53.6%	50.0%	49.0%	49.0%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

费用率：预测 2022-2024 年期间费用率分别为 22.6%/22.4%/21.7%

2019-2021 年公司期间费用率由 27.9%下降至 2021 年的 23.4%（2019-2020 年销售费用计算不剔除运输费），其中 2019-2021 年销售费用率下降 3.0pct，2020-2021 年财务费用率下降 2.6pct，主要得益于网点布局加速与数字化战略带来的成本下降。我们认为随着公司规模扩张，网点布局扩大，销售费用率和管理费用率保持稳健；随着轻资产模式的推进，公司财务费用率有望进一步降低。而作为公司核心竞争力之一，我们认为公司有望进一步提升研发费用率。综合来看，我们预测 22-24 年公司期间费用率为 22.6%/22.4%/21.8%。

图表50： 2022E-2024E 华铁应急期间费用率预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
期间费用率	21.8%	27.9%	27.7%	23.4%	22.6%	22.4%	21.7%
销售费用率	8.9%	11.4%	8.7%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
管理费用率	4.5%	6.2%	6.2%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
研发费用率	2.0%	2.5%	2.9%	2.2%	2.5%	3.0%	3.0%
财务费用率	6.5%	7.7%	9.9%	7.3%	6.3%	5.6%	4.9%

资料来源：Wind、华泰研究预测

净利润：预测 2022-2024 年归母净利润增速为 32%/34%/31%

综合我们对公司营业收入、毛利率以及期间费用率的分析和预测，我们预测公司 22-24 年归母净利润为 6.6/8.8/11.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.70/0.91 元，同比增速分别为 32%/34%/31%，三年 CAGR+32.2%，略高于收入增速，系规模扩张的同时运营效率提升。

首次覆盖，给予“买入”评级

考虑公司较为优秀的运营管理能力和 22-24 年积极扩张高空作业平台规模，我们认为公司有望维持较快的收入和归母净利润增长，对公司采用 PE 法估值。考虑公司租赁业务涉及高空作业平台和多种支护设备，我们选用全球设备租赁龙头 URI 和 Ashtead、国内塔吊租赁龙头建设机械和铝模板租赁龙头志特新材作为可比公司。截至 2022 年 9 月 5 日收盘，可比公司对应 2022 年平均 PE 为 17.6 倍(Bloomberg 一致预期)，而公司对应 2022 年 14 倍 PE，考虑公司建筑设备轻资产和数字化赋能将进一步提升管理效率，且业务规模目前相对更小、成长性更优，我们测算公司 22-24 年归母净利润 CAGR+32%，高于可比公司同期 CAGR 均值 27%，因此我们认可给予公司 22 年 20 倍 PE，对应目标价 10.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

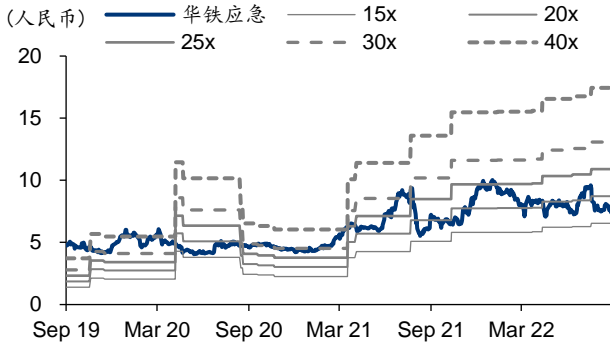
图表51： 可比公司估值表（截至 2022 年 9 月 5 日）

公司简称	公司代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				22-24 年		PE (X)				2022E EV/EBITDA
				2021	2022E	2023E	2024E	CAGR	2021	2022E	2023E	2024E		
URI	URI US	289.71	202.75	19.04	28.96	31.22	33.41	20.61%	15.22	10.01	9.28	8.67	5.58	
Ashtead	AHT LN	43.12	189.98	2.07	2.95	3.30	3.62	20.55%	20.85	14.60	13.07	11.90	6.92	
建设机械	600984 CH	5.18	65.11	0.30	0.26	0.50	0.68	31.64%	17.38	20.04	10.35	7.62	8.91	
志特新材	300986 CH	34.50	56.54	1.00	1.35	1.82	2.40	33.81%	34.39	25.58	18.93	14.35	7.46	
行业平均								26.65%	21.96	17.56	12.91	10.64	7.22	

注：URI 单位为美元，AHT 单位为英镑，建设机械和志特新材单位为人民币元，22-24 年 EPS 预测分别来自 Bloomberg 一致预期。

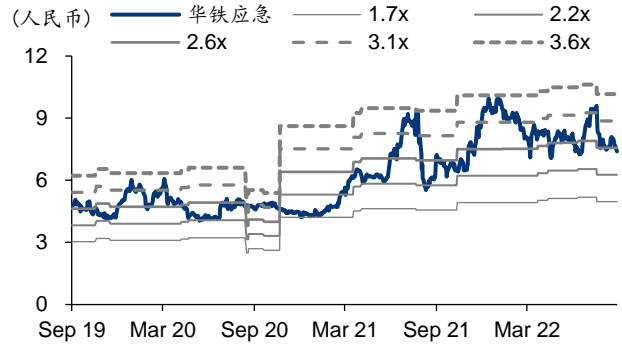
资料来源：Bloomberg、Wind、华泰研究

图表52: 华铁应急 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表53: 华铁应急 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

1) 建筑业设备租赁需求增长不及预期。

尽管我们看好建筑业设备租赁需求加快释放,但宏观经济波动、经济政策、房地产政策、消费者需求及自身周期性等因素仍可能导致建筑业设备租赁需求增长不及预期,宏观经济的波动,容易引发社会固定资产投资放缓或投资重点的变动,对建筑业细分领域的经营情况产生影响,进而造成建筑业设备租赁行业业绩的波动。

2) 公司资产管理效率提升不及预期。

尽管公司自成立以来一直聚焦于建筑设备租赁行业,在支护设备规模、业务网络布局、客户资源及技术等方面已有较为深厚的积累,但持续扩大的管理设备规模无疑会对公司的管理效率产生更高的要求。考虑公司此前在服务器租赁业务上的纠纷,我们认为若公司的管理水平不能匹配公司发展的需求,资产管理能力不能得到相应提升,将限制公司的发展速度。此外,若公司规模快速扩张的同时可能导致应收账款和坏账风险大幅增加,进而影响公司总资产管理效率。

3) 设备租赁盈利提升不及预期。

尽管我们看好公司规模效益扩大、盈利能力提升,但设备租赁行业目前属于完全性竞争行业,市场准入门槛较低,且市场集中度较低,目前行业整体盈利能力能够维持较高水平,导致该行业具备较高的吸引力,若未来市场竞争加剧,可能导致租金下降,企业毛利率和净利率降低。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,015	2,577	3,310	4,402	5,298
现金	147.27	137.94	188.38	250.13	317.19
应收账款	1,444	2,099	2,739	3,685	4,462
其他应收账款	32.06	53.37	63.31	91.62	104.84
预付账款	17.16	20.69	31.00	37.63	49.40
存货	18.21	37.17	40.45	63.18	68.18
其他流动资产	356.77	228.68	247.21	274.05	296.48
非流动资产	5,382	7,990	10,464	13,421	16,747
长期投资	690.82	875.87	940.39	1,005	1,069
固定投资	4,316	2,819	3,648	4,609	5,636
无形资产	10.41	8.69	8.87	9.13	9.27
其他非流动资产	364.93	4,286	5,866	7,798	10,033
资产总计	7,397	10,566	13,774	17,823	22,045
流动负债	2,482	3,277	3,395	4,035	4,822
短期借款	1,060	912.30	1,284	1,219	1,514
应付账款	353.24	877.43	847.50	1,455	1,464
其他流动负债	1,069	1,487	1,264	1,361	1,844
非流动负债	1,191	3,205	5,570	8,043	10,257
长期借款	0.00	271.00	283.86	274.83	254.54
其他非流动负债	1,191	2,934	5,286	7,768	10,003
负债合计	3,673	6,482	8,965	12,079	15,079
少数股东权益	389.50	375.49	509.89	689.91	925.86
股本	902.71	902.55	1,263	1,263	1,263
资本公积	1,691	1,431	1,071	1,071	1,071
留存公积	956.20	1,454	2,097	2,956	4,084
归属母公司股东权益	3,335	3,709	4,299	5,054	6,040
负债和股东权益	7,397	10,566	13,774	17,823	22,045

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	537.67	1,105	1,537	1,949	2,494
净利润	398.86	599.25	790.60	1,059	1,388
折旧摊销	293.05	526.79	820.28	985.30	1,183
财务费用	150.24	190.40	224.19	264.44	294.89
投资损失	(3.21)	(18.37)	(18.37)	(18.37)	(18.37)
营运资金变动	(271.20)	(253.68)	(199.55)	(260.87)	(273.86)
其他经营现金	(30.06)	60.58	(80.00)	(80.00)	(80.00)
投资活动现金	(1,556)	(603.38)	(3,276)	(3,924)	(4,491)
资本支出	(1,506)	(775.16)	(1,376)	(1,350)	(1,006)
长期投资	8.50	(49.00)	(64.52)	(64.52)	(64.52)
其他投资现金	(57.84)	220.78	(1,836)	(2,510)	(3,420)
筹资活动现金	1,069	(497.62)	505.48	2,101	1,770
短期借款	24.56	(147.86)	371.71	(64.64)	294.38
长期借款	(100.00)	271.00	12.86	(9.02)	(20.29)
普通股增加	222.62	(0.15)	360.03	0.00	0.00
资本公积增加	1,028	(259.95)	(360.03)	0.00	0.00
其他筹资现金	(107.07)	(360.66)	120.91	2,175	1,496
现金净增加额	50.39	3.96	(1,234)	126.39	(227.33)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,524	2,607	3,560	4,727	5,995
营业成本	702.23	1,261	1,768	2,360	2,991
营业税金及附加	5.05	10.08	13.76	18.27	23.17
营业费用	133.37	220.21	299.06	397.10	503.55
管理费用	95.24	141.79	193.65	257.13	326.07
财务费用	150.24	190.40	224.19	264.44	294.89
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	18.37	18.37	18.37
营业利润	482.18	699.83	931.25	1,247	1,634
营业外收入	1.35	3.57	3.57	3.57	3.57
营业外支出	2.42	4.70	4.70	4.70	4.70
利润总额	481.12	698.69	930.12	1,246	1,633
所得税	82.25	99.45	139.52	186.87	244.93
净利润	398.86	599.25	790.60	1,059	1,388
少数股东损益	76.05	101.12	134.40	180.02	235.95
归属母公司净利润	322.82	498.13	656.20	878.92	1,152
EBITDA	921.62	1,415	1,935	2,410	3,009
EPS (人民币, 基本)	0.45	0.57	0.52	0.70	0.91

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	36.57	32.78	26.81
营业利润	1.73	45.14	33.07	33.90	31.04
归属母公司净利润	17.09	54.31	31.73	33.94	31.07
获利能力 (%)					
毛利率	53.93	51.62	50.35	50.08	50.10
净利率	26.17	22.99	22.21	22.40	23.15
ROE	12.68	14.14	16.39	18.79	20.77
ROIC	10.25	15.69	18.74	21.52	22.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.66	61.34	65.09	67.77	68.40
净负债比率 (%)	67.92	51.18	36.78	28.70	26.88
流动比率	0.81	0.79	0.97	1.09	1.10
速动比率	0.67	0.72	0.91	1.03	1.04
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.29	0.29	0.30	0.30
应收账款周转率	1.28	1.47	1.47	1.47	1.47
应付账款周转率	1.88	2.05	2.05	2.05	2.05
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.39	0.52	0.70	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.88	1.22	1.54	1.98
每股净资产(最新摊薄)	2.64	2.94	3.40	4.00	4.78
估值比率					
PE (倍)	28.90	18.73	14.22	10.62	8.10
PB (倍)	2.80	2.52	2.17	1.85	1.54
EV EBITDA (倍)	13.29	8.34	6.00	4.84	4.03

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 华铁应急（603300 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华铁应急（603300 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司