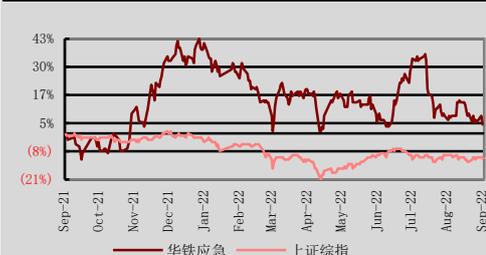


603300.SH
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 7.33

板块评级: 中性

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(22.3)	(2.4)	(3.0)	3.9
相对上证指数	(10.4)	(0.1)	0.2	16.4

发行股数(百万)	1,263
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	9,217
3个月日均交易额(人民币 百万)	146
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
胡丹锋	13

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 9 月 15 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 建筑租赁
证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

联系人: 林祁楨

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

华铁应急

发力高空作业平台, 轻资产+数字化助力业绩增长

公司 2019 年后进入高空作业平台租赁领域, 目前已成为国内设备管理规模前二的综合性租赁服务商。2022 年上半年, 在华东区域疫情冲击影响下公司仍实现营收同增 35.7%, 归母净利润同增 27.0%, 维持高速增长。考虑公司持续发力下高空作业平台业务仍将维持高增, 首次覆盖给予公司买入评级。

支撑评级的要点

- **钢支撑龙头, 发力高空作业平台。**公司成立于 2008 年, 专注于建筑支护设备租赁, 2019 年后, 公司调整发展战略, 发力高空作业平台租赁业务, 快速跃居为行业头部租赁服务商。截至 2022 年 6 月底, 高空作业平台业务占营收利润比例均超过 50%, 为公司打造了第二成长曲线。
- **高空作业平台租赁行业仍具较高成长性。**近年来高空作业平台行业快速扩容。短期看, 高空作业平台提供了高效、安全的脚手架替代方案; 中长期看, 随着租金下降、产品普及, 高空作业平台仍有望在包括超市、仓储、清洁维护、体育场馆等在内的服务市场持续拓展应用。
- **轻资产、数字化战略助力业绩增长。**轻资产方面, 公司在运营模式上的探索有望借力融资租赁业发展, 在保持资产负债率稳定的同时快速扩大资产管理规模。数字化方面, 短期来看, 将持续提升公司的管理能力, 维持高空作业平台较高的出租率水平, 上半年在华东疫情影响下, 公司平均出租率也仅有小幅下降; 中长期来看, 数字化为二手市场发展提供标准, 促进行业未来发展。轻资产、数字化战略推进之下, 有望支撑公司业绩快速增长。

估值

- 考虑高空作业平台业务较高的成长性, 预计公司 2022-2024 年收入分别为 34.8、48.0、68.7 亿元, 归母净利润分别为 6.4、8.2、10.6 亿元; EPS 分别为 0.50、0.65、0.84 元。首次覆盖, 给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 固定资产投资增速不及预期, 规模扩张不及预期, 出租率大幅下降。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	1,524	2,607	3,481	4,796	6,869
变动(%)	32	71	34	38	43
净利润(人民币 百万)	323	498	636	821	1,055
全面摊薄每股收益(人民币)	0.256	0.395	0.504	0.651	0.836
变动(%)	10.4	54.3	27.6	29.2	28.5
市场预期每股收益(人民币)			0.530	0.720	0.940
全面摊薄市盈率(倍)	28.7	18.6	14.6	11.3	8.8
价格/每股现金流量(倍)	(12.1)	18.4	147.1	(15.6)	(5.6)
每股现金流量(人民币)	(0.61)	0.40	0.05	(0.47)	(1.32)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	5.0	5.2	3.9	2.7
每股股息(人民币)	0.05	0.00	0.07	0.09	0.12
股息率(%)	0.7	0.0	1.0	1.2	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

华铁应急：钢支撑租赁龙头，高空作业平台打造第二成长曲线	5
高空作业平台：需求持续扩容，快速扩张正当时	9
行业前景：工程机械租赁行业发展空间广阔.....	10
需求空间：短期看需求替代，中长期看市场扩容	12
公司优势：三大战略指引下，持续扩张规模，优化管控.....	14
建筑安全支护设备：钢支撑为主，新型产品协同发展	16
钢支撑：深耕华东，未来轨道交通规划高，潜力大.....	16
铝模+爬架：“以铝代木”长期趋势，利好行业发展	18
地下维修工程：工法先进，持续培育	19
盈利预测.....	21
财务分析	21
敏感性测算	23
盈利预测	24
估值分析	24
风险提示.....	26

图表目录

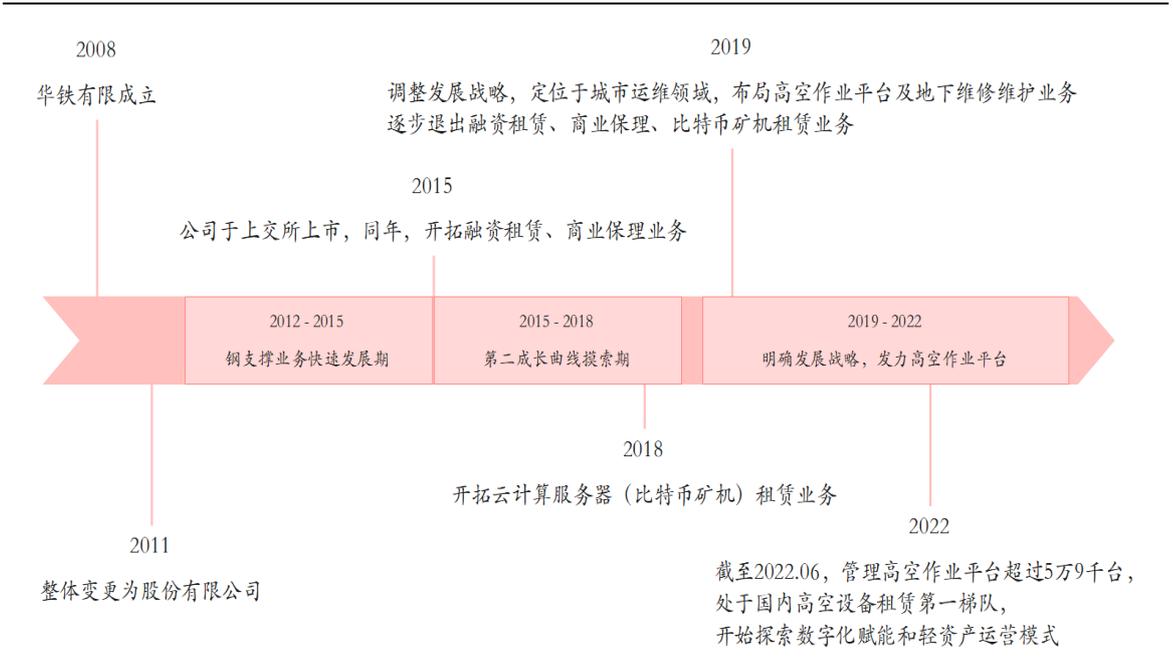
股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司大事记.....	5
图表 2. 实控人胡丹锋为第一大股东（截至 2022 年 9 月 10 日）.....	6
图表 3. 上市以来公司营收稳步增长，19 年以来归母净利率相对改善.....	6
图表 4. 2018 年以来公司经营性现金流净额表现好转.....	6
图表 5. 19 年以来高空作业平台占营收比重快速上升.....	7
图表 6. 截至 22 年 6 月，高空作业平台利润占比达 51.64%.....	7
图表 7. 公司以租赁为核心，构建了“渠道+运营+服务”一体化的经营模式.....	7
图表 8. 公司建筑支护设备保有量、高空作业平台设备管理量均处于行业头部.....	8
图表 9. 2021 年底公司高空作业平台市占率国内第二.....	9
图表 10. 公司高空作业平台设备管理量快速增长.....	9
图表 11. 高空作业平台种类.....	9
图表 12. 日本高空作业平台产量与船舶订单数量相关性强.....	10
图表 13. 我国造船业在 2008 年之后迅猛发展，国内、国际制造厂商纷纷入局.....	10
图表 14. 60 年代后，美国机械设备行业快速发展，设备厂商销售需求激发了融资租赁行业发展.....	10
图表 15. 1990 年以前，美国融资租赁市场渗透率快速提升.....	10
图表 16. 美国融资租赁业在 60-80 年代受法律、税收、会计政策支持.....	11
图表 17. 50-90 年代，美国租赁行业年复合增长率约 9.6%.....	11
图表 18. 2000 年以前，美国租赁行业占 GDP 比重持续提高，建筑业、机械设备行业所占比重 80 年代后有所下滑.....	11
图表 19. 2008 年以来，国内融资租赁市场快速扩容，渗透率稳步提升.....	11
图表 20. 我国融资租赁市场渗透率远低于欧美发达国家.....	11
图表 21. ttm 口径下，2021 年以来租赁和商务服务业快速发展.....	12
图表 22. ttm 口径下，2017 年以来融资租赁登记数维持高增.....	12
图表 23. 2020 年以来国内融资租赁监管标准不断提高.....	12
图表 24. 剪叉式自行高空作业平台与脚手架效率对比.....	13
图表 25. 高空作业平台与脚手架经济对比（以中石化惠安炼油项目 2 万吨钢结构管廊搭建为例）.....	13
图表 26. 建筑业农民工工资水平稳步提高，用工不断成本提升.....	13
图表 27. 农民工年龄结构向老龄化转变，青壮年占比持续下降.....	13
图表 28. 预计我国高空作业平台设备保有量仍将维持较快增长.....	14

图表 29. 高空作业平台头部租赁商对比.....	14
图表 30. 公司借助定增快速扩张规模，后来居上.....	14
图表 31. 2015 年以来银行金融租赁子公司资产管理规模稳步扩张（单位：亿元） 15	15
图表 32. 近年来工程设备制造商融资租赁子公司资产规模持续增长（单位：亿元）	15
图表 33. 高空作业平台各租赁商出租率相关指标计算口径不同.....	15
图表 34. 建筑安全支护设备业务营收利润增长稳健.....	16
图表 35. 品类扩张下附加服务增加，公司建筑安全支护设备板块毛利率持续下滑16	16
图表 36. 公司钢支撑产品.....	16
图表 37. 钢支撑较混凝土支撑施工更加高效快捷（以黄骅港四期地下廊道施工为 例）.....	17
图表 38. 杭州市未来轨交规划高、潜力大.....	17
图表 39. 铝模板较木模板更加环保、高效.....	18
图表 40. 公司铝模、爬架业务子公司收并购情况及对应业绩承诺.....	18
图表 41. 浙江吉通收并购情况及对应业绩承诺.....	19
图表 42. 2009 年以来国内地铁建设发展迅速.....	19
图表 43. 2017 年以来国内地下综合管廊快速发展.....	19
图表 44. TRD 工法与传统 SMW 工法对比.....	20
图表 45. 与宏信建设、志特新材相比，公司各项指标处于中上水平.....	21
图表 46. 与渤海租赁、建设机械相比，公司毛利率、ROE、负债率指标处于领先水 平.....	21
图表 47. 近年来公司综合毛利率优于宏信建设.....	21
图表 48. 近年来公司净利率优于宏信建设.....	21
图表 49. 公司费用率持续改善.....	22
图表 50. 2019 年以来随着公司高空作业平台业务扩张，资产负债率有所上升.....	22
图表 51. 2019 年以来应收账款规模快速扩张，集中度稳步下降.....	22
图表 52. ttm 口径下，2019 年以来公司总资产周转率持续提升.....	22
图表 53. 公司折旧方式变动.....	22
图表 54. 2019 年以来公司资产规模快速扩张.....	23
图表 55. 2019 年以来公司折旧总额快速增长.....	23
图表 56. 敏感性测算.....	23
图表 57. 公司盈利预测拆分.....	24
图表 58. 可比公司估值水平.....	25

华铁应急：钢支撑租赁龙头，高空作业平台打造第二成长曲线

钢支撑租赁龙头，发力高空作业平台：公司成立于2008年，专注于钢支撑支护设备租赁，2015年成为行业内首家上市公司，此后，公司一度进入融资租赁、商业保理和云计算服务器（比特币矿机）租赁业务。2019年，公司调整发展战略，定位于城市运维，布局高空作业平台及地下维修工程业务。此后，公司高空作业平台业务规模快速扩张，目前已成为行业头部的综合性租赁服务商。

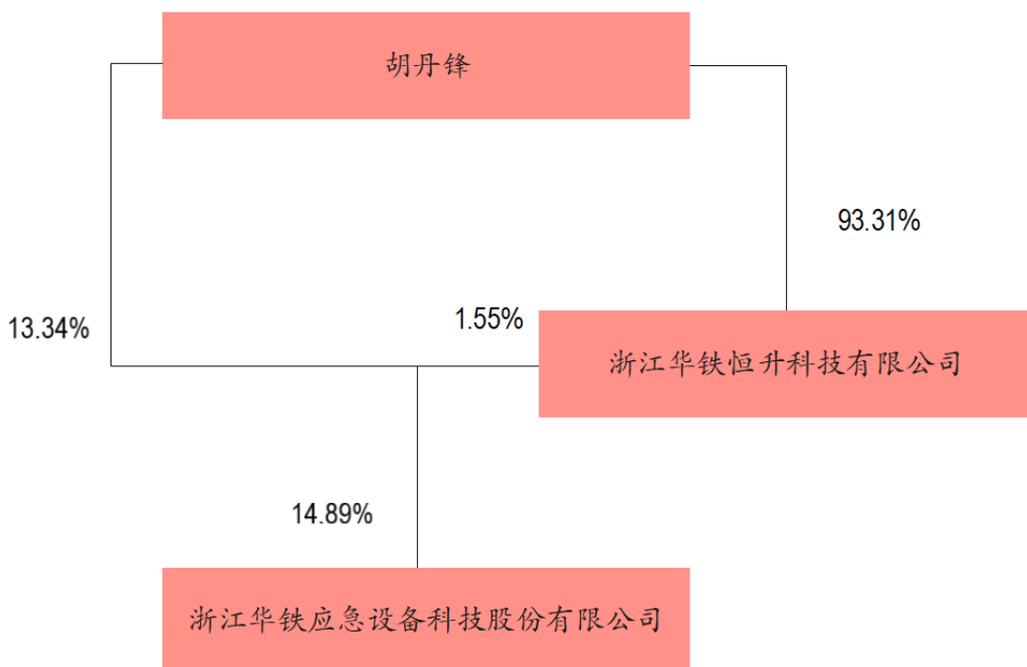
图表 1. 公司大事记



资料来源：公司公告、中银证券

公司股权结构较分散，实控人胡丹锋为第一大股东。创始人胡丹锋为公司董事长，截至2022年9月10日，实控人持股比例为14.9%，持股比例较低的原因在于上市后经历两次定增，持股比例有所下降。公司于2021年4月发布定增预案，目前已通过证监会审批，拟向实控人控股企业募集资金不超过6亿元，如定增顺利落地，实控人持股比例或将上升至22.4%。

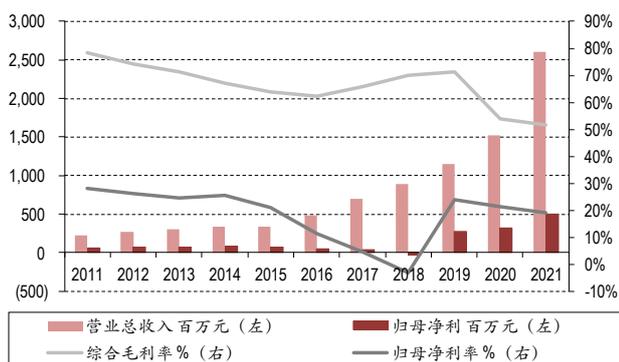
图表 2. 实控人胡丹锋为第一大股东 (截至 2022 年 9 月 10 日)



资料来源: 公司公告, 中银证券

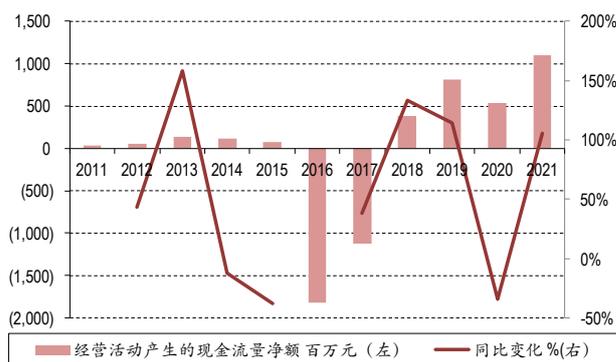
公司上市以来营收稳步增长, 2019 年以来, 随着公司调整发展战略, 专注城市运维领域, 发力高空作业平台, 各项财务指标持续向好, 随着高空作业平台设备管理量持续快速扩张, 公司业绩有较大幅度增长。公司 2021 年实现营收 26.1 亿元, 同增 71.0%; 归母净利 5.0 亿元, 同增 54.3%; 经营性现金流净额 11.0 亿元, 同增 105.5%; 毛利率 51.6%, 同减 2.3pct; 四项费用率合计 23.4%, 同减 4.3pct; 资产负债率 61.3%。

图表 3. 上市以来公司营收稳步增长, 19 年以来归母净利率相对改善



资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 2018 年以来公司经营性现金流净额表现好转

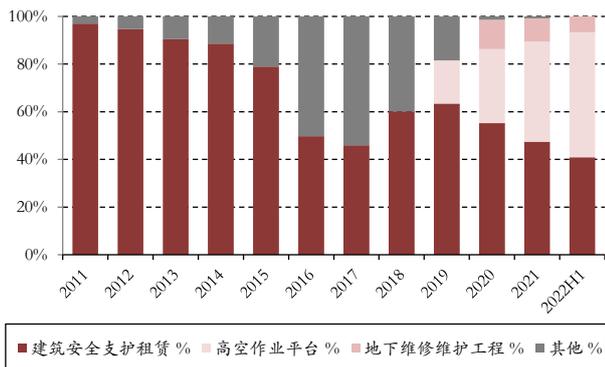


资料来源: 万得, 中银证券

注: 2016、2017 年受融资租赁业务开展影响, 客户贷款及垫款净增加额维持较高水平, 随着 19 年后逐渐退出融资租赁业务, 公司现金流状况改善

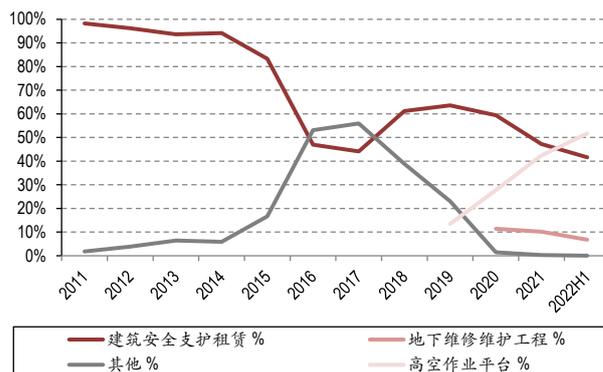
营收结构上看，建筑安全支护设备及高空作业平台对业绩贡献占比最大，持续发力下高空作业平台业务占比或将逐步提高。2019年以来，公司高空作业平台业务占营收和利润的比快速提高，截至2022年6月，营收、利润占比均超过50%，高空作业平台作为公司重点发力业务，预计未来营收、利润增速将超过其他板块，占比逐步提高；建筑安全支护设备租赁业务作为公司传统主营业务保持稳健，营收、利润稳步增长，但增速不及高空作业平台，占比有所下降，截至2022年6月，营收、利润占比均在40%左右。2020年，公司通过收购浙江吉通进入地下维修维护工程业务，并为相关子公司设定了业绩考核，预计营收、利润稳步增长。

图表 5. 19 年以来高空作业平台占营收比重快速上升



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 截至 22 年 6 月，高空作业平台利润占比达 51.64%



资料来源：万得，中银证券

在经营过程中，公司以租赁为核心，构建了“渠道+运营+服务”一体化的经营模式。围绕租赁核心，公司通过集采模式有效控制成本，并提出数字化、轻资产、平台化三大战略，实现了高效运营管理，提升客户粘性。公司通过线下网点+线上渠道实现业务服务一体化运营，截至2022年6月底，公司在全国设立了170余个运营中心，完成了对东部地区重点城市的全覆盖。设备保有量方面，公司高空作业平台设备管理量超过59,000台，来源于轻资产运营模式的设备超过6,700台，管理数量位列行业前二；地铁钢支撑保有量超过32万吨，连续多年位列市场第一，其他重点投入品种中，民用钢支撑保有量超过2万吨，铝模板75万平方米，爬架87万平方米，均处于行业头部。

图表 7. 公司以租赁为核心，构建了“渠道+运营+服务”一体化的经营模式



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8.公司建筑支护设备保有量、高空作业平台设备管理量均处于行业头部

业务板块	相关子公司	设备保有/管理量	行业其他头部企业	设备保有/管理量
高空作业平台	浙江大黄蜂	超过 59,000 台	宏信建设（未上市）	97,200 台
	华铁大黄蜂		众能联合（未上市）	45,000 台
地铁钢支撑		超过 32 万吨		
民用钢支撑		超过 2 万吨		
铝合金模板	浙江恒铝	75 万平方米	志特新材	271.52 万平方米
爬架	湖北仁泰	87 万平方米		
	浙江粤顺			
	成都华诚			

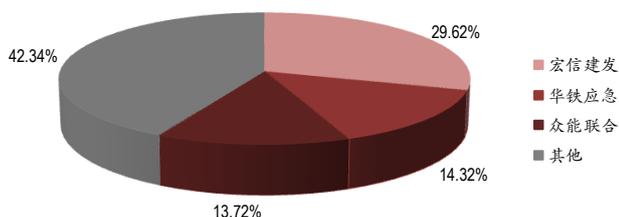
资料来源：公司公告，宏信建设上市申请材料，志特新材半年报，中银证券

注：华铁应急、志特新材数据截至 2022.06，宏信建设、众能联合数据截至 2021.12

高空作业平台：需求持续扩容，快速扩张正当时

公司高空作业平台业务快速扩张。截至 2022 年 6 月，公司高空作业平台设备管理量超过 59,000 台，自 2019 年进入行业以来，在行业头部企业快速扩容之下，公司近两年设备管理量复合增速超过 100%，迅速跻身第一梯队。根据宏信建设上市申请材料，21 年底华铁应急高空作业平台市占率约为 14.4%，位居国内第二，受益于下游需求持续扩容，快速扩张下公司毛利率维持较高水平，公司 2021 年高空作业平台业务毛利率达 52.2%，同增 4.0pct。

图表 9. 2021 年底公司高空作业平台市占率国内第二



资料来源：宏信建设上市申请材料，中银证券

图表 10. 公司高空作业平台设备管理量快速增长



资料来源：公司公告，中银证券

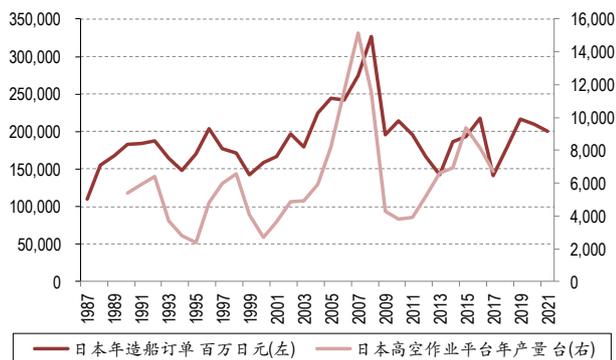
我国高空作业平台大规模应用始于造船业。高空作业平台是可以在一定高度作业的可移动设备，根据《国家高空作业分类标准》，高空作业定义为在两米以上高度，且存在跌落可能性的作业情况。高空作业平台的主要品种为剪叉式、臂式、桅柱式和以蜘蛛车为代表的异形产品，一般认为发源于 50、60 年代的北美，早期臂式机曾广泛应用于农业领域，并由此得名“Cherry Picker”；80 年代后，随着造船业在日韩的兴盛，引领了当地高空作业平台发展；高空作业平台在我国亦最早大规模应用于造船业，2008 年之后，随着国内造船业迅猛发展，高空作业平台需求增加，国内、国际制造厂商纷纷入局。

图表 11. 高空作业平台种类



资料来源：JLG 官网，中银证券

图表 12. 日本高空作业平台产量与船舶订单数量相关性强



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 我国造船业在 2008 年之后迅猛发展，国内、国际制造厂商纷纷入局



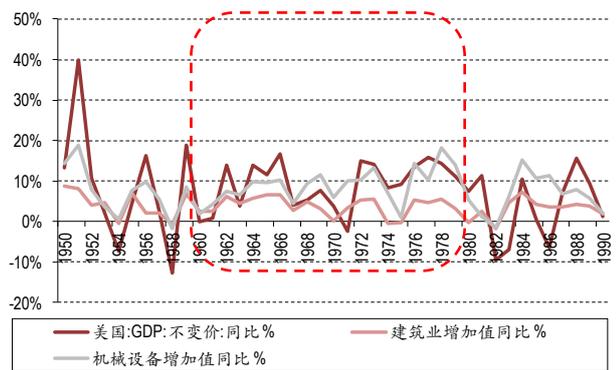
资料来源：万得，浙江鼎力招股说明书，中银证券

行业前景：工程机械租赁行业发展空间广阔

海外经验：融资租赁快速发展，支撑工程机械租赁行业壮大

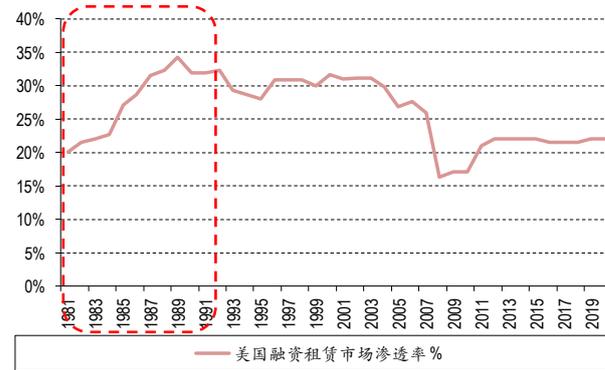
美国工程机械租赁行业的快速扩张得益于融资租赁（leasing）的高速发展。区别于经营性租赁，融资租赁是一种先租后购的金融性租赁服务，相比直接购买资产，融资租赁可以在产权流动过程中为经营租赁商或终端客户提供融资能力，通过较少的初始资金获得资产，支持企业的日常经营。对于经营租赁商而言，借助融资租赁，可以降低设备投资成本，快速扩张业务规模。因其特性，融资租赁在飞机、船舶、铁路设备、工程机械等价值较高的大型设备上应用广泛。融资租赁行业发源于美国。60 年代，美国经济进入繁荣期，在机械设备行业快速发展的背景下，为了更快的出售产品，融资租赁在法律、税收、会计政策优惠下开始兴盛，根据 Solifi 集团发布的《Global Leasing Report》，到 1990 年，美国融资租赁市场渗透率快速提升至超过 30%。美国融资租赁公司通常来自设备厂商、银行、独立租赁商三种背景，三者各有优势相互补充，厂商可以提供专业化服务，银行具备资金和成本优势，独立租赁商往往在咨询、租后等综合服务方面具备优势。

图表 14. 60 年代后，美国机械设备行业快速发展，设备厂商销售需求激发了融资租赁行业发展



资料来源：万得，BEA，中银证券

图表 15. 1990 年以前，美国融资租赁市场渗透率快速提升



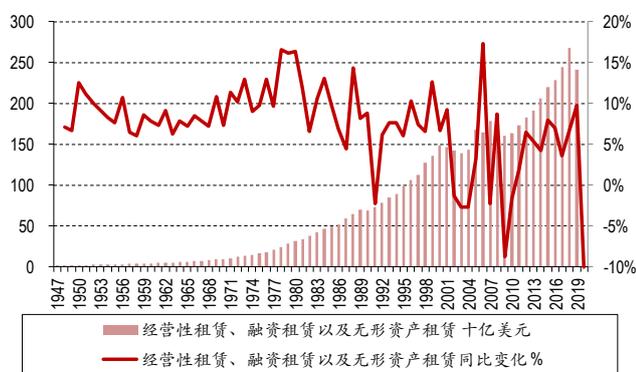
资料来源：万得，Global Leasing Report，中银证券

图表 16. 美国融资租赁业在 60-80 年代受法律、税收、会计政策支持

时间	相关政策法规	主要内容
1955 年	55-540 号税务裁决 Rev. Rul. 55-540, 1955-2 CB 39, IRC Sec(s). 162	1、给予出租人设备加速折旧优惠 2、给予承租人租金抵免税额优惠
1962 年	投资税收抵免 Investment tax credits	1、投资者在投资机器设备当年，可以直接扣除投资金额一定百分比的应纳税额 2、为杠杆租赁出租人提供税收优惠
1981 年	经济复兴税法 Economic Recovery Tax Act of 1981	1、“安全港规则”，出租人按设备折旧年限享受一定比例税收优惠 2、给予承租人购买租期届满的合格租赁资产减税优惠
1942-1982 年间	多项加速折旧政策	不断缩短固定资产折旧年限，且可按减免税额后的设备金额计算折旧
1984 年	1984 年新税法 Income Tax Rules, 1984	1、取消设备投资税收优惠 2、延长资产折旧年限

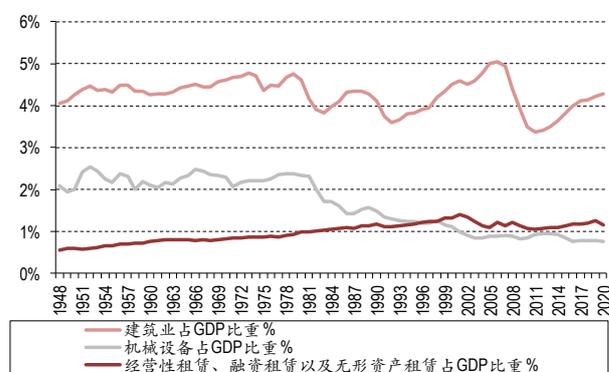
资料来源：《美国租赁业的运行模式》闵一民，《我国融资租赁的税收政策研究》王佳，中银证券

图表 17. 50-90 年代，美国租赁行业年复合增长率约 9.6%



资料来源：BEA，中银证券

图表 18. 2000 年以前，美国租赁行业占 GDP 比重持续提高，建筑业、机械设备行业所占比重 80 年代后有所下滑

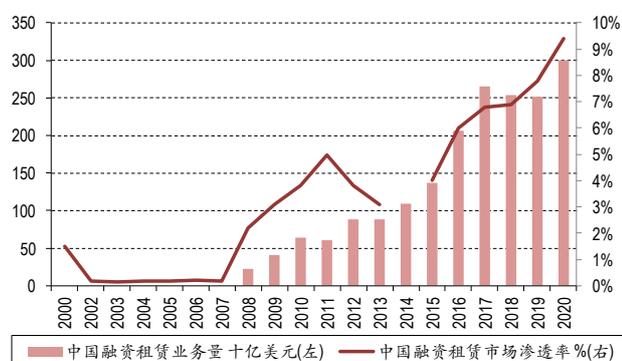


资料来源：BEA，中银证券

国内前景：乘融资租赁东风，工程设备租赁仍将维持高速发展

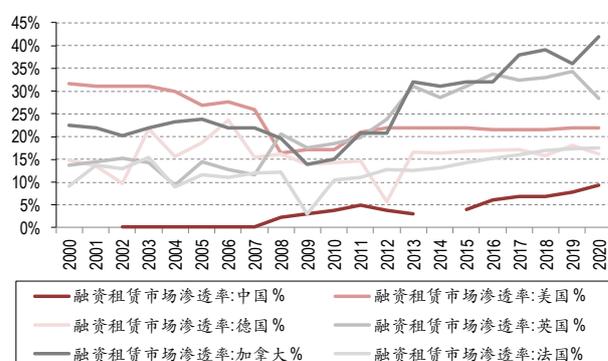
国内融资租赁发展仍处于快速成长阶段。2008 年以来，国内融资租赁市场快速发展，据《Global Leasing Report》，2020 年国内融资租赁业务量超过 3,000 亿美元，仅次于美国，但融资租赁市场渗透率仅 9.4%，远低于欧美发达国家 20%-30% 的水平，未来仍有广阔的发展空间。

图表 19. 2008 年以来，国内融资租赁市场快速扩容，渗透率稳步提升



资料来源：万得，Global Leasing Report，中银证券

图表 20. 我国融资租赁市场渗透率远低于欧美发达国家

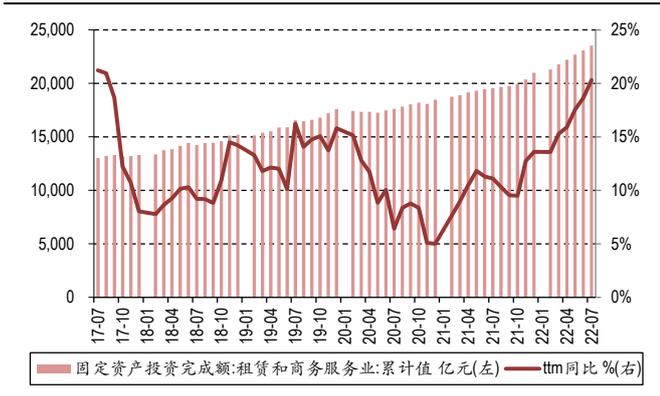


资料来源：万得，Global Leasing Report，中银证券

国内融资租赁配套法律法规持续完善。2020 年以来，随着国内融资租赁监管标准不断提高，行业步入转型优化期。2021 年 5 月起，国资委、央行、银保监会陆续发布文件，规范融资租赁行业发展，要求回归业务本源，提升服务实业能力，多个省市在“十四五”金融发展规划中也对融资租赁行业提出聚焦实体经济的发展规划。工程机械租赁行业有望乘融资租赁聚焦主业东风，维持较高增速水平。

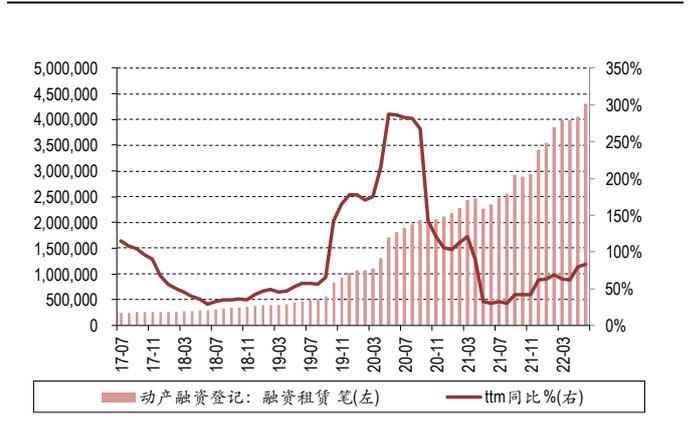
2022 年，稳增长压力下央行、银保监会出台了多项金融支持实体经济文件，融资租赁业作为重要的非银金融部门响应号召，积极表态，工程租赁业有望乘其东风，维持高速发展。

图表 21. ttm 口径下, 2021 年以来租赁和商务服务业快速发展



资料来源: 万得, 中银证券

图表 22. ttm 口径下, 2017 年以来融资租赁登记数维持高增



资料来源: 万得, 中银证券

图表 23. 2020 年以来国内融资租赁监管标准不断提高

单位	时间	标题	主要内容
银保监会	2020.05	《融资租赁公司监督管理暂行办法》	1、落实监督主体，划分权属； 2、 设定监管指标 : 规定融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的 60%，风险资产总额不得超过净资产的 8 倍，固定收益类证券投资业务不得超过净资产的 20%，控制单一承租人及承租人为关联方的业务比例。
国资委	2021.05	《关于进一步促进中央企业所属融资租赁公司健康发展和加强风险防范的通知》	1、把握融资租赁公司功能定位， 聚焦主责主业发展实体经济，回归租赁本源 ，主业和产业链上下游，提升服务实业能力和效果； 2、强化融资租赁公司风险管控； 3、推动融资租赁公司优化整合。
人民银行	2021.12	《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》	1、融资租赁公司原则上 不得跨省经营 ； 2、融资租赁公司合并、分立、设立需经省级金融监管部门批准。
银保监会	2021.12	《金融租赁公司项目公司管理办法的通知》	1、明确金融租赁公司及相关子公司开展业务范围； 2、明确金融租赁公司及相关子公司经营管理要求。
银保监会	2022.02	《融资租赁公司非现场监管规程》	1、明确各级监管职责，统一非现场监管标准； 2、建立检测、评估融资租赁公司风险的联动机制。
银保监会	2022.04	《关于 2022 年进一步强化金融支持小微企业发展工作的通知》	1、银行业金融机构要支持传统企业在设备更新、技术改造、绿色转型发展等方面的中长期资金需求，助力工业经济平稳增长。

资料来源: 中央人民政府网, 银保监会官网, 中银证券测算

需求空间: 短期看需求替代, 中长期看市场扩容

安全、高效、具备潜力的高处作业替代方案

高空作业平台可以替代传统的脚手架、吊篮, 实现安全高效的高处作业。一方面, 高空作业平台施工可以有效降低施工人手需求, 提高施工效率, 降低施工成本, 在人口红利退坡, 建筑工人用工成本增加、老龄化的趋势下, 可以为施工企业带来可观的经济效益。另一方面, 据住建部数据, 跌落事故连续多年占工地事故比例超过 50%, 国内建筑施工安全标准仍存提升空间, 欧美发达国家均对安全性相对较差的脚手架做出了详尽的立法规定, 随着国内安全标准的提高, 高空作业平台的应用有望进一步推广。

图表 24. 剪叉式自行高空作业平台与脚手架效率对比

应用场景	GS-3246 吉尼剪叉式自行高空作业平台		脚手架	
	工时(分钟)	人工(人数)	工时(分钟)	人工(人数)
墙面清洁(11 米高, 12 米长)	103	2	186	4
立柱喷涂(2 根 11 米立柱)	141	2	212	4
照明检修(9 盏厂房照明灯)	20	2	49	4

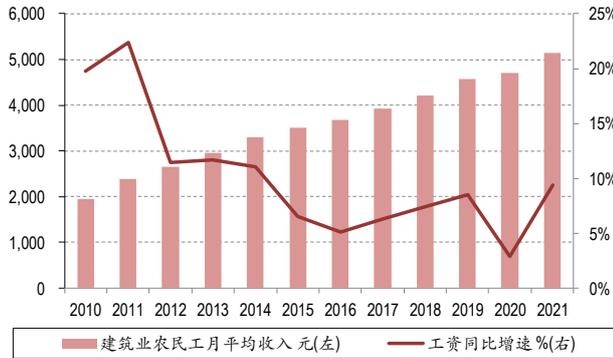
资料来源: Genie 官网, 中银证券

图表 25. 高空作业平台与脚手架经济对比 (以中石化惠安炼油项目 2 万吨钢结构管廊搭建为例)

	26 米高空作业平台	脚手架
设备数量	52 台	架杆 598,168 米, 扣件 504,344 个, 跳排 192 块
筹备周期 (天)	进场 1 天, 报检 2 天	采购 45 天, 报检 7 天
	租金+油料费	仅搭设
总费用 (元)	3,630,711.72	4,291,936.00
		搭设+运输+折旧
		14,713,517.33

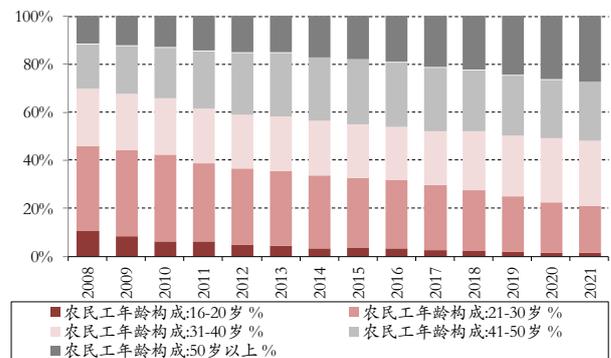
资料来源: 运想重工官网, 中银证券

图表 26. 建筑业农民工工资水平稳步提高, 用工不断成本提升



资料来源: 万得, 中银证券

图表 27. 农民工年龄结构向老龄化转变, 青壮年占比持续下降



资料来源: 万得, 中银证券

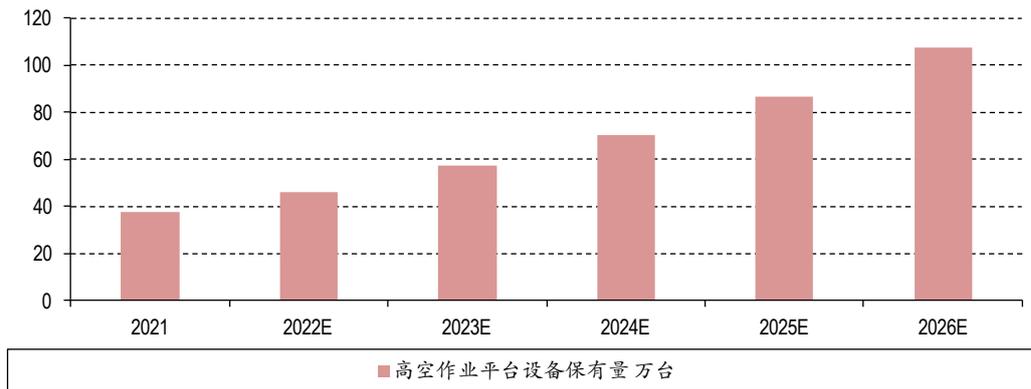
设备保有量、应用场景仍有提升空间

对比欧美发达国家, 我国高空作业平台设备规模仍有增长空间。根据公司 21 年年报, 截至 2020 年底, 美国高空作业平台市场保有量达 73 万台, 欧洲市场保有量为 30 万台, 同期我国设备保有量为 24 万台, 与欧美发达经济体相比仍有一定差距。

区别于传统工程机械, 高空作业平台应用场景仍可深挖, 需求端具备持续增长潜力。2017 年以来, 随着行业的快速发展, 高空作业平台普及度提高, 目前已经成为项目施工的必需品, 广泛应用于以厂房建设为代表的建设工程领域。区别于应用场景较为单一的传统工程机械, 高空作业平台应用场景更加广泛, 市场相对零散, 且随着市场对产品认知的提升以及租金的下降, 借鉴欧美成熟市场, 高空作业平台的需求潜力有望在包括超市、仓储、清洁维护、体育场馆等在内的服务市场中持续释放, 不断开拓全新的应用场景。

我国高空作业平台设备保有量仍将保持较快增长。根据宏信建设上市申请材料, 2021 年我国高空作业平台设备保有量达 37.5 万台, 自 2017 年以来复合增长率高达 56.5%, 预计到 2026 年, 设备保有量将突破 100 万台, 复合增长率达 23.4%。租赁为高空作业平台的主要运营方式, 头部租赁商市占率高。根据宏信建设上市申请材料, 截至 2021 年底, 占比 86% 的高空作业平台由以经营性租赁为主营业务的设备运营服务商管理, 且行业集中度较高, 头部三家企业市占率接近 60%。

图表 28. 预计我国高空作业平台设备保有量仍将维持较快增长



资料来源：宏信建设上市申请材料，中银证券

公司优势：三大战略指引下，持续扩张规模，优化管控

设备管理规模和单位效益是高空作业平台租赁业务的核心指标。管理规模决定租赁收入的上限，单位效益可以提高租赁利润的下限。华铁应急围绕轻资产、数字化、平台化三大战略，在规模和单位效益方面优势有望持续扩大。

轻资产战略：助力规模扩张

公司 2019 年开拓高空作业平台业务，后来居上，跻身行业第一梯队。2019 年以来，公司设备管理规模快速扩张，营业收入维持高增。相比同为行业第一梯队的宏信建设和众能联合，公司虽然进入行业时间较晚，但借助上市资金优势，通过定增快速扩张设备管理规模，实现后来居上。

图表 29. 高空作业平台头部租赁商对比

	进入行业时间	设备管理规模(台)	门店数量(个)
宏信建设	2012	97,218	299
华铁应急	2019	59,000+	170+
众能联合	2016	45,000+	100+

资料来源：宏信建设上市申请材料，公司公告，众能联合官网，中银证券

注：宏信建设及众能联合数据截至 2021.12，华铁应急数据截至 2022.6；2021.12，华铁应急设备管理规模超 47,000 台，门店数量超 150 个。

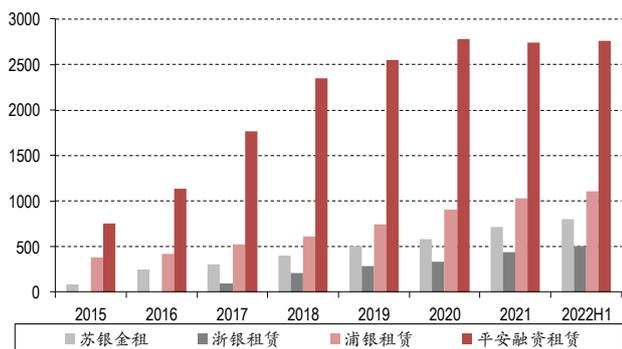
图表 30. 公司借助定增快速扩张规模，后来居上

定增披露时间	募集金额(亿元)	发行数量(万股)	募集资金用途
2020.08	11	19,927	7.9 亿元用于购置 5,250 台高空作业平台；3 亿元用于偿还银行贷款

资料来源：公司公告，中银证券

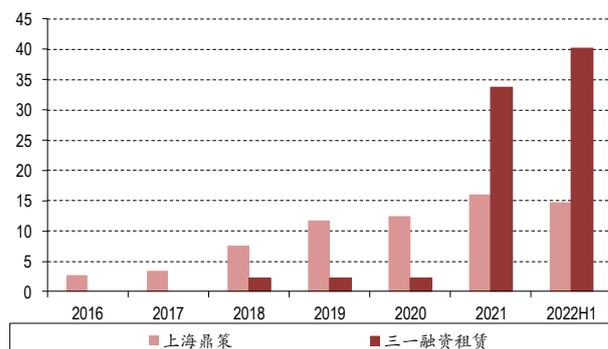
借力融资租赁业发展，推行轻资产模式。工程机械采购通常通过融资租赁的方式进行，资金占用较大，这导致了在前期的快速扩张中，公司资产负债率持续上升。21 年以来，公司探索尝试轻资产运营模式，借力融资租赁行业发展，通过转租和合资经营的方式，提供租赁管理和运营服务，获取利润。公司于 2022 年二季度分别与徐工广联、苏银金租合作探索转租模式，徐工广联依托徐工集团，具备深厚的工程机械制造背景，苏银金租为苏州银行旗下金融租赁子公司，具备银行端资金优势，二者是优势特点显著的两类主要融资租赁公司。根据公司 2022 年中报，上半年来源于轻资产模式的转租设备超过 6,700 台，占比超 11%，其中，来源于徐工广联和苏银金租的转租设备分别新增 1,539、534 台，公司在轻资产模式上的这一探索有望形成可复制经验，从而借力融资租赁业发展，在保持资产负债率稳定的同时快速扩大资产管理规模。

图表 31. 2015 年以来银行金融租赁子公司资产管理规模稳步扩张 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 32. 近年来工程设备制造商融资租赁子公司资产规模持续增长 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 中银证券

数字化战略: 优化内部管控, 促进二手市场发展

数字化赋能提升内部管理和设备管理能力。公司在数字化转型方面通过“擎天系统”实现业务协同, 一方面, 通过对各个工作节点的标准化, 实现了业务全链条的数字管理, 提高了一线人员效率, 提升了服务质量和客户体验, 有效提高了获客速度并维持了较强的客户粘性。公司 2021 年平均出租率达 85.7%, 2022 年上半年受华东地区疫情影响, 平均出租率也仅有小幅下降, 体现了公司较高的运营管理能力。另一方面, 公司于 2022 年 3 月携手蚂蚁链发布了工程机械可信终端 T-box, 基于区块链技术实时记录设备的定位、举升次数、载荷、剩余电量、开机时长等信息, 实现设备的精细化管理。

图表 33. 高空作业平台各租赁商出租率相关指标计算口径不同

公司	指标名称	计算方式	21 年指标读数(%)
华铁应急	出租率	设备出租天数总和/(设备可租天数*设备总台数)	85.7
宏信建设	利用率	出租资产总价值均值/所有资产总价值均值	80.2
联合租赁	机队生产力 (Fleet productivity)	综合考虑租金(Rental rates)、出租利用率(Time utilization)、自有资产出租收入(Owned Equipment Rental Revenue)后的相对变化指标	10.3

资料来源: 宏信建设上市申请材料, 公司公告, 联合租赁 2022Q2 投资者接待日公开资料, 中银证券注: 联合租赁取 2021Q4 数据。

二手市场作为租赁业的重要一环, 在国内发展尚不充分。公司通过可信终端 T-box 手机的设备信息数据将有利于设备的残值管理, 从而帮助建立国内二手市场标准。从欧美发达国家经验来看, 二手交易、以旧换新和再制造通常与租赁业的繁荣同步发展。这一结果使得租赁企业可以更加专注于设备租赁, 减少设备维护投入, 发达的二手交易市场除了可以帮助企业快速处置设备, 还可以帮助企业控制设备闲置率, 从而提高租赁公司资金流动, 降低风险。此外, 如果维护保养得当, 在处置二手资产时, 存在设备实际价值高于账面价值的情况, 这将使二手设备处置带来远超账面价值的收益。

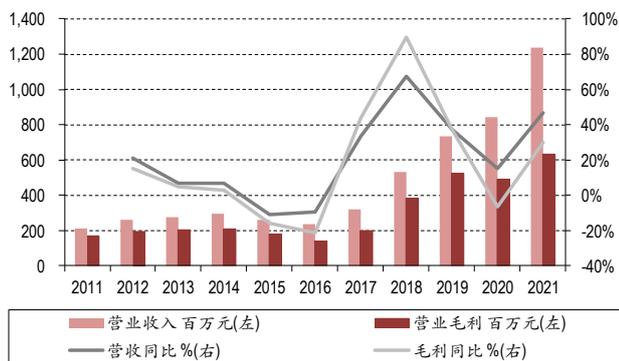
平台化战略: 推动行业发展

业务节点的标准化和设备数据的精细化共同助力公司平台化战略。2021 年 12 月, 原蚂蚁科技集团股份有限公司共享出行事业部总经理彭杰中先生出任公司总经理, 其在数字化、平台化领域具备丰富经验, 曾履职华为技术有限公司技术支持工程师、高级客户经理, 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, 杭州橡树新能源有限公司总经理。新管理层的加入有望推动公司在数字化、平台化方面的发展, 推动探索行业未来发展。

建筑安全支护设备：钢支撑为主，新型产品协同发展

建筑安全支护设备租赁是公司传统主营业务。自上市以来，公司建筑安全支护设备营收利润保持稳步增长，并通过收购子公司的方式持续拓展设备种类，布局新型支护产品。截至 2022 年 6 月底，公司建筑安全支护设备保有量超过 43 万吨，其中，地铁钢支撑保有量超过 32 万吨，连续多年位列市场第一，民用钢支撑保有量超过 2 万吨，铝合金模板 75 万平方米，集成式升降操作平台（爬架）87 万平方米。公司 2021 年建筑安全支护设备板块毛利率 51.4%，同减 6.6pct，由于新型支护产品的租赁模式区别于传统支护设备，需提供较多的附加服务，近年来板块业务毛利率有所下滑。

图表 34. 建筑安全支护设备业务营收利润增长稳健



资料来源：公司公告，中银证券

图表 35. 品类扩张下附加服务增加，公司建筑安全支护设备板块毛利率持续下滑



资料来源：公司公告，中银证券

钢支撑：深耕华东，未来轨道交通规划高，潜力大

钢支撑产品包括钢管和型钢支撑设备，主要用于轨交、地铁施工时，对基坑支撑围护，防止塌陷。相比传统基坑支护采用的混凝土支撑工法，钢支撑具备施工周期短、可重复使用、节约成本的优势。FFOC 可以对传统混凝土支撑形成有效补充，并在适合的地质条件下对其替代。由于钢支撑采用预应力支撑，钢管在外界环境影响下可能发生形变，引发生产事故，往往需配合可以实时监测、调节钢支撑轴力和位移的伺服轴力系统使用。

图表 36. 公司钢支撑产品



资料来源：公司公告，中银证券

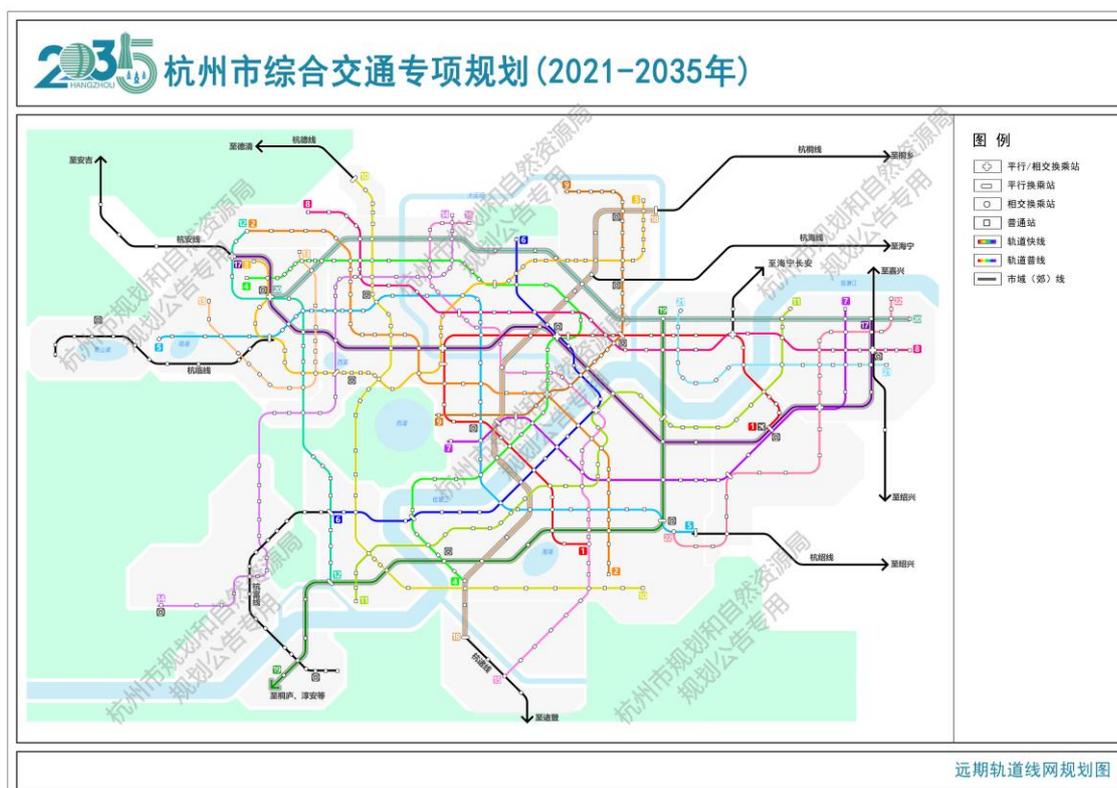
图表 37. 钢支撑较混凝土支撑施工更加高效快捷（以黄骅港四期地下廊道施工为例）

钢支撑 施工内容	施工工期		混凝土支撑		人、机、料投入			
	天数(天)	施工内容	天数(天)	施工内容	名称	数量	名称	数量
第一层挖土及钢支撑安装	6	第一层挖土及混凝土支撑	7	100t 履带吊	1 台	25t 汽车吊	1 台	
		混凝土支撑达到强度	8	钢支撑	732t	钢筋弯曲机	2 台	
第二层挖土及钢支撑安装	6	第二层挖土及混凝土支撑	5	工字钢	53t	钢筋切割机	2 台	
		混凝土支撑达到强度	8	角钢	15t	钢筋对焊机	1 台	
第三层挖土及钢支撑安装	5	第三层挖土及混凝土支撑	9	高强螺栓	7583 套	钢筋套丝机	1 台	
		混凝土支撑达到强度	8	钢垫板	25t	钢模板	1200 平方米	
第四层挖土及钢支撑安装	3	第四层挖土及混凝土支撑	10	起重工	1 人	混凝土泵车	1 辆	
		混凝土支撑达到强度	8	钢支撑拼装及安装工	10 人	混凝土罐车	3 辆	
第五层挖土及钢支撑安装	8	第五层挖土	7	钢筋工			17 人	
第六层挖土	5			木工			13 人	
				混凝土工			5 人	
				起重工			1 人	
				电缆、电箱、电焊机、振捣机具等			若干	
天数合计	35 天		105 天	人工合计	11 人		36 人	

资料来源：《钢支撑与混凝土支撑施工分析》 逯登军，中银证券

地铁钢支撑业务深耕华东地区，公司所在地杭州市未来轨道交通规划高，潜力大。目前杭州市已建成 11 条地铁线，合计 395.2 公里。根据《杭州市综合交通专项规划（2021-2035）》规划目标，杭州将打造国际性综合交通枢纽城市，以“轨道上的杭州”为发展总目标，构建开放式、多层次、一体化的轨交系统。到 2035 年，市区城市轨道交通线网总里程达到 1,100 公里以上。按规划目标执行，轨交里程将新增一倍以上，年复合增长率约 9%。《杭州市城市轨道交通第四期建设规划（2022-2027）》也已上报审批，未来杭州市轨交发展确定性强。

图表 38. 杭州市未来轨交规划高、潜力大



资料来源：杭州市规划和自然资源局，中银证券

民用钢支撑业务尚在起步期。民用钢支撑以H型钢 HU/PC 围护工法桩为主，是公司在地铁钢支撑形成规模后拓展的新品类，主要用于产业园、市政建筑、学校、民用住房等各类大型基坑建设，与地铁钢支撑形成互补，增强公司项目覆盖能力。公司民用钢支撑业务仍处于起步期，增速高，规模小。

铝模+爬架：“以铝代木”长期趋势，利好行业发展

铝合金模板是用于建筑施工过程中的一种临时支护结构，通常与爬架配合使用。目前我国建筑模板仍以木模板为主，“铝合金模板+爬架”相比传统“木模板+脚手架”的工法更加环保、高效，符合双碳背景下绿色建筑要求。在“以铝代木”的长期趋势下，铝模板市占率有望持续提高。

图表 39.铝模板较木模板更加环保、高效

相关指标	木模板	铝模板
重量 (Kg/m ²)	10.5	25~27
厚度 (mm)	15	3~4
承载力 (Kg/ m ²)	30	60
销售价格 (元/ m ²)	50	800~1200
周转次数 (次)	8	理论上可周转 300 次，实际可周转约 120 次
施工效率	低 (12~15 m ² /天)	较高 (15~20 m ² /天)
施工难度	低	低
混凝土成型质量	混凝土表面容易不平整，甚至出现质量问题	表面平整光滑，成型质量好
维护费用	低	低
应用范围	墙柱梁板	全部构件
建筑垃圾	安拆过程中有大量废弃模板及钢管堆积在现场	现场无模板堆积物，干净整洁，无污染物

资料来源：《建筑工程施工中铝合金模板综合价值研究》路亮，中银证券

公司通过收并购进入铝模和爬架业务。公司 2018 年收购成都华诚、湖北仁泰，2019 年收购浙江恒铝、浙江粤顺，实现了对铝模板、爬架业务的布局。在业绩承诺完成度较好的情况下公司于 2021、2022 年全额收购浙江恒铝、浙江粤顺、湖北仁泰。根据收购后的业绩承诺，三家子公司 22、23 年应累计实现归母扣非净利润 1.3、1.5 亿元。

图表 40.公司铝模、爬架业务子公司收并购情况及对应业绩承诺

子公司	收购时间	持股比例(%)	21-23 年归母扣非 累计净利润(万元)	业绩承诺		
				2021 最低值(万元)	2022 最低值(万元)	2023 最低值(万元)
成都华诚中锦建筑劳务有限公司	2018.08	100				
湖北仁泰恒昌科技发展有限公司	2018.09	51				
	2022.07	100	8,139	2,300	2,691	3,148
浙江粤顺建筑安全科技有限公司	2019.09	45				
	2021.12	100	8,372	2,300	2,760	3,312
浙江恒铝科技发展有限公司	2019.12	51				
	2021.06	100	21,415	6,138	7,177	8,100

资料来源：公司公告，中银证券

地下维修工程：工法先进，持续培育

公司于2019年收购浙江吉通51%股权，进入地下维修工程行业，并于2022年1月对浙江吉通实现全额收购。浙江吉通以TRD工法为核心，服务于各类建筑工程、地下工程、护岸工程、大坝、堤防的基础加固、防渗处理等方面。目前，浙江吉通TRD工法桩机设备数量居行业领先地位，成功研发了具备自主知识产权的TAD工法，持续开拓新技术、新工艺，拥有IMS、MJS、RJS工法设备10余台。

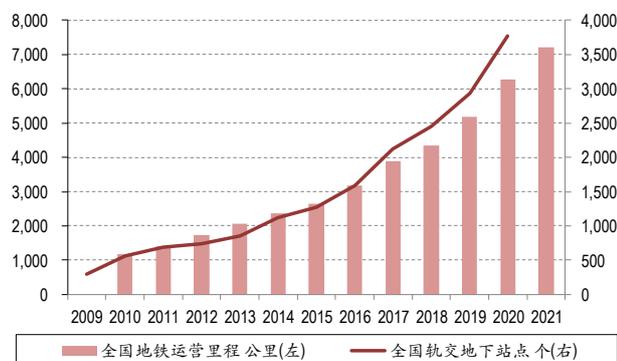
图表 41.浙江吉通收购情况及对应业绩承诺

子公司	收购时间	持股比例(%)	21-23年归母扣非 累计净利润(万元)	业绩承诺		
				2021 最低值(万元)	2022 最低值(万元)	2023 最低值(万元)
浙江吉通地空建筑科技有限公司	2019.07	51	22,700	7,000	7,600	8,100
	2022.01	100				

资料来源：公司公告，中银证券

国内地下空间市场快速发展，行业前景良好。2009年以来，地铁建设快速发展，全国地铁运营里程由2010年的1,167.4公里增长至2021年7,209.7公里，年复合增长率超过18%；全国地下轨道交通站点由2009年的302个增长至2020年3,773个，年复合增长率超过25%。2017年以来，城市地下综合管廊建设愈加受到重视，长度由2017年479公里增加至2020年4,680公里，年复合增长率超过113%。根据中国工程院战略咨询中心、中国岩石力学与工程学会地下空间分会、中国城市规划学会联合发布的《2021年中国城市地下空间发展蓝皮书》，2020年，东部地区的城市地下空间新增建筑面积同增3.8%，领跑全国，浙江、江苏、上海为增幅最大的省份，同比分别增长33.2%、14.9%、10.0%。

图表 42. 2009 年以来国内地铁建设发展迅速



资料来源：万得，中银证券

图表 43. 2017 年以来国内地下综合管廊快速发展



资料来源：万得，中银证券

相比传统SMW工法，TRD工法优势显著。TRD工法，全称等厚水泥土连续搅拌墙工法（Trench cutting & Re-mixing Deep wall method），是一种在地下运用连续性刀锯向垂直方向一次性挖掘，然后混合搅拌原土并灌入水泥浆，并横向水平推进形成一定强度等厚度止水墙的工法。相比传统SMW(新型水泥土搅拌桩墙，Soil Mixing Wall)工法，TRD工法具备施工灵活、精度高、掘削能力强、深度深、墙体连续性好、止水性高等优点，在深基坑情况下造价也更为经济，自引进以来便快速推广。

图表 44. TRD 工法与传统 SMW 工法对比

	TRD	SMW
机械高度	13 米以下	20-40 米
施工地层条件	可胜任各类土层和砂砾石层地质情况	无法处理地质特殊的情况
施工深度	60 米	30 米
墙体垂直度	极高	高
周边土体影响	小	大
墙体情况	连续无冷缝，厚度均匀可调节	篱笆形结构
H 型钢应用	可调节间距	不可调节间距
工期		深度有限的普通地质下 SMW 更优
造价	30 米以上复杂地质 TRD 更经济	30 米内普通地质造价接近，SMW 更经济

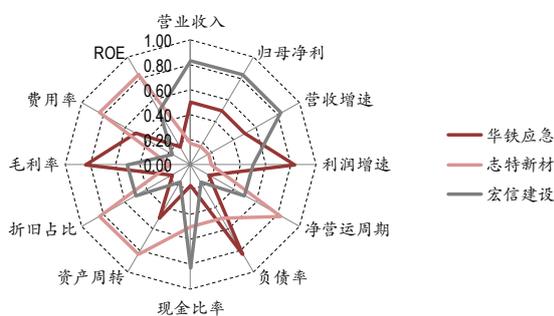
资料来源：《TRD 工法与 SMW 工法技术经济对比分析》吴蕊，《浅谈 TRD 工法与 SMW 工法技术经济对比分析》严嘉敏，中银证券

盈利预测

财务分析

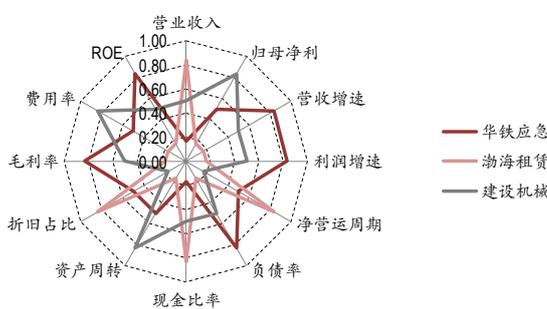
2019年以来，公司财务指标持续向好。2019年，公司调整发展战略，专注城市运维领域，各项财务指标持续向好。与租赁业务重合度较高的宏信建设、志特新材相比，公司毛利率、负债率以及利润增速方面领先，与从事设备租赁的渤海租赁、建设机械相比，公司毛利率、ROE、负债率水平领先。公司负债率水平近年来有所上升，但相比同行业其他公司仍较低。公司年内通过非公开发行股份补充现金流，目前已通过证监会审批，此举将改善公司负债水平，减轻偿债压力以及相关利息支出。

图表 45. 与宏信建设、志特新材相比，公司各项指标处于中上水平



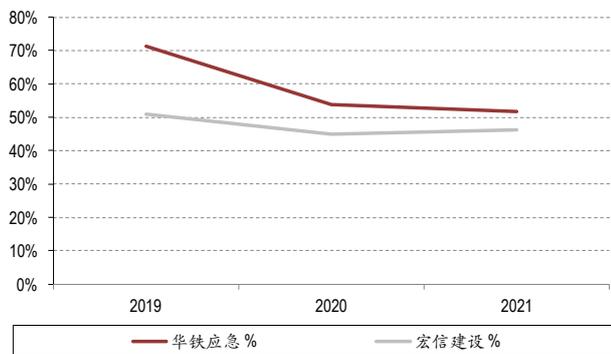
资料来源：万得，宏信建设上市申请材料中银证券，中银证券

图表 46. 与渤海租赁、建设机械相比，公司毛利率、ROE、负债率指标处于领先水平



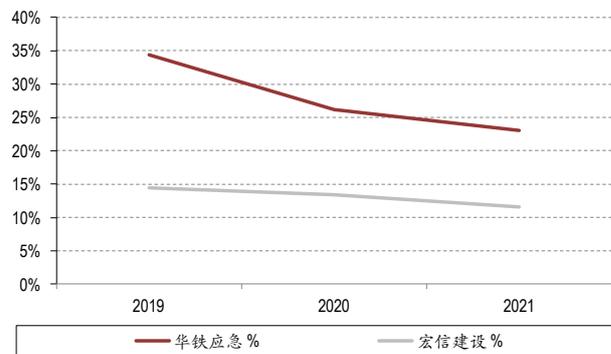
资料来源：万得，中银证券

图表 47. 近年来公司综合毛利率优于宏信建设



资料来源：公司公告，宏信建设上市申请材料，中银证券

图表 48. 近年来公司净利率优于宏信建设



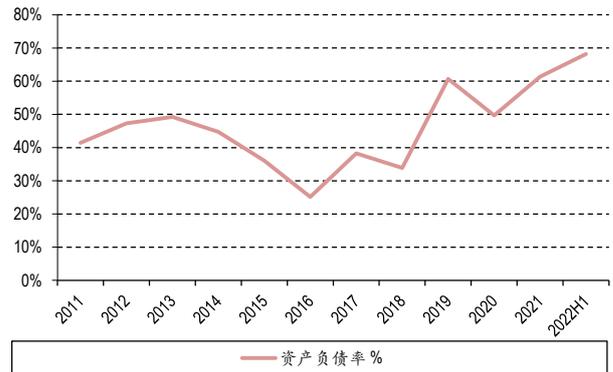
资料来源：公司公告，宏信建设上市申请材料，中银证券

图表 49. 公司费用率持续改善



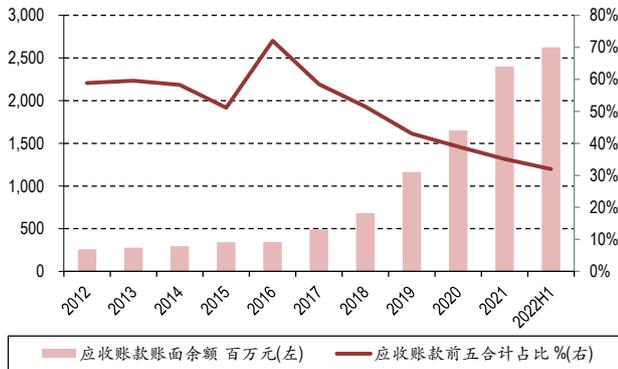
资料来源：公司公告，中银证券

图表 50. 2019 年以来随着公司高空作业平台业务扩张，资产负债率有所上升



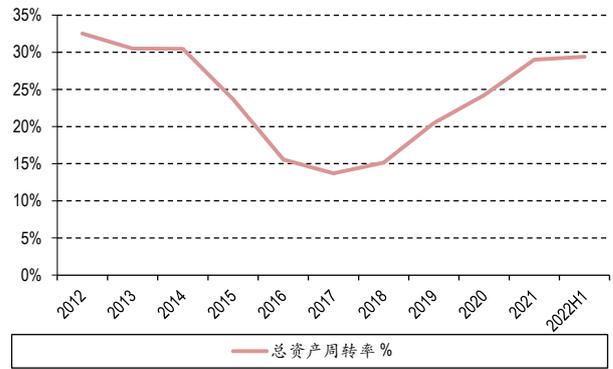
资料来源：公司公告，中银证券

图表 51. 2019 年以来应收账款规模快速扩张，集中度稳步下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 52. ttm 口径下，2019 年以来公司总资产周转率持续提升



资料来源：公司公告，中银证券

进入和发展高空作业平台业务一定程度上改善了公司财务状况。区别于建筑支护产品租赁市场，高空作业平台下游市场来源更加丰富，客户更加零散，公司持续发力高空作业平台业务之下，应收账款集中度有所降低。2019 年以来公司总资产周转率持续提升，侧面说明公司在维持高空作业平台设备管理量高速增长的同时保持了较高的平均出租率。

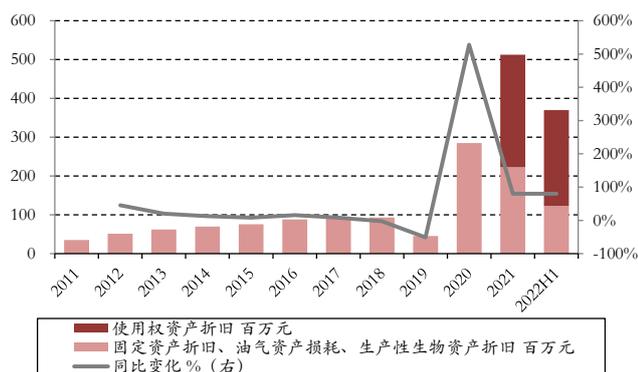
公司以经营性租赁为主营业务，折旧计提方式对公司成本产生较大影响。公司在 2018 年调整折旧计提方式，增加了部分建筑支护设备的折旧年限以及残值率，此后并未对折旧方式做调整。未来，如相关会计准则对固定资产折旧年限、残值做出变动，或将对公司业绩产生较大影响。

图表 53. 公司折旧方式变动

	2015		2018		2019 至今	
	折旧年限(年)	残值率(%)	折旧年限(年)	残值率(%)	折旧年限(年)	残值率(%)
钢支撑	5-15	5	5-20	20	5-20	20
贝雷	5-15	5	5-20	20	5-20	20
脚手架	10	5	12	20	12	20
铝模板			10	20	10	20
爬架			12	20	12	20
服务器			5	5	5	5
高空作业平台					10	5
伺服轴力检测控制系统					10	5

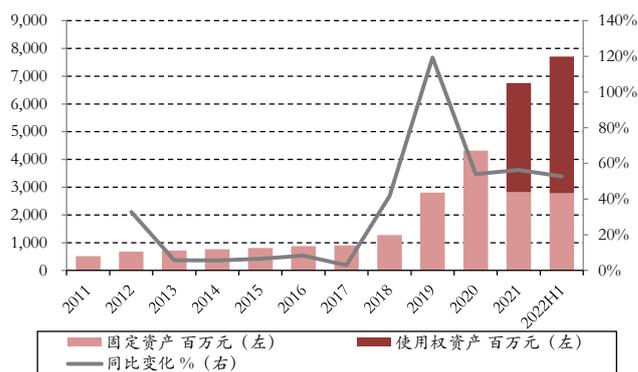
资料来源：公司公告，中银证券

图表 54. 2019 年以来公司资产规模快速扩张



资料来源：公司公告，中银证券

图表 55. 2019 年以来公司折旧总额快速增长



资料来源：公司公告，中银证券

敏感性测算

随着高空作业平台业务规模扩张，设备管理规模的增速以及出租率水平将很大程度上影响公司业绩。公司 2022 年上半年受华东疫情影响，平均出租率为 75.3%，同减 6%，考虑下半年疫情影响减轻后出租率有所回升。我们以 2022 年上半年公司单机月均指标为基准，考虑下半年设备增量，在假设公司月均指标不变的条件下对高空作业平台业务进行敏感性测算。在较中性假设下，2022 年公司高空作业平台板块营收有望超过 20 亿元，毛利润超过 9 亿元，净利润超过 4 亿元。

图表 56. 敏感性测算

板块营收敏感性测算		全年设备增速					
单位：亿元		50%	55%	60%	65%	70%	75%
全年平均出租率	78%	18.72	19.34	19.97	20.59	21.22	21.84
	79%	18.96	19.59	20.22	20.86	21.49	22.12
	80%	19.20	19.84	20.48	21.12	21.76	22.40
	81%	19.44	20.09	20.74	21.38	22.03	22.68
	82%	19.68	20.34	20.99	21.65	22.30	22.96
83%	19.92	20.58	21.25	21.91	22.58	23.24	
板块利润敏感性测算		全年设备增速					
单位：亿元		50%	55%	60%	65%	70%	75%
全年平均出租率	78%	8.30	8.57	8.85	9.12	9.40	9.68
	79%	8.40	8.68	8.96	9.24	9.52	9.80
	80%	8.51	8.79	9.08	9.36	9.64	9.93
	81%	8.61	8.90	9.19	9.48	9.76	10.05
	82%	8.72	9.01	9.30	9.59	9.88	10.17
83%	8.83	9.12	9.42	9.71	10.00	10.30	
板块净利敏感性测算		全年设备增速					
单位：亿元		50%	55%	60%	65%	70%	75%
全年平均出租率	78%	3.62	3.74	3.86	3.98	4.10	4.22
	79%	3.66	3.78	3.91	4.03	4.15	4.27
	80%	3.71	3.83	3.96	4.08	4.20	4.33
	81%	3.75	3.88	4.00	4.13	4.25	4.38
	82%	3.80	3.93	4.05	4.18	4.31	4.43
83%	3.85	3.98	4.10	4.23	4.36	4.49	

资料来源：公司年报，中银证券测算

盈利预测

假设 1: 考虑公司高空作业平台年内出租率受上半年疫情影响低于同期, 下半年逐步恢复, 假设 22-24 年平均出租率分别为 80%、85%、84%; 22 年上半年, 公司高空作业平台设备管理规模相比 21 年同期新增超过 29,000 台, 同比增长 96.7%, 其中轻资产来源设备超过 6,700 台, 占比超过 11%, 考虑公司轻资产业务持续推进, 将助力设备管理规模维持高增速, 假设 22-24 年设备管理规模增速维持 65%, 其中轻资产来源设备占比分别为 13%、21%、26%; 考虑供给持续扩容下租金降低, 22-24 年平均租金相比 21 年分别下降 4%、8%、10%; 考虑随着设备使用年限增加, 维护成本逐年上升, 毛利率将下滑。

假设 2: 考虑下半年建筑支护设备需求恢复, 假设爬架、铝模板相关子公司均可按业绩承诺实现利润, 在对传统工法的持续替代下 2022-2024 年建筑支护设备营收增速保持 10%。考虑疫情影响消退后未来毛利率有所恢复, 但铝模、爬架等新业务维护、人工成本较高, 随着业务发展整体毛利率下降。

假设 3: 考虑公司地下维修工程业务工法先进, 契合地下空间发展趋势, 假设 22-23 年浙江吉通均能完成业绩承诺, 22-24 年归母扣非净利增速分别为 8.6%、6.6%、5%。考虑 23、24 年疫情影响减轻, 毛利率逐步恢复至 21 年水平。

图表 57. 公司盈利预测拆分

	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
建筑安全支护租赁							
收入	百万	732.13	841.91	1,236.35	1359.98	1495.98	1645.58
成本	百万	208.81	353.40	600.82	679.99	718.07	806.33
毛利	百万	523.31	488.51	635.52	679.99	777.91	839.24
毛利率	%	71.48	58.02	51.40	50.00	52.00	51.00
高空作业平台							
收入	百万	208.20	473.34	1,093.55	1,821.26	2,980.78	4,888.46
成本	百万	97.76	245.60	523.27	934.99	1558.10	2588.25
毛利	百万	110.44	227.74	570.28	886.26	1422.68	2300.21
毛利率	%	53.04	48.11	52.15	48.66	47.73	47.05
地下维修工程							
收入	百万		187.79	254.71	276.55	294.74	309.48
成本	百万		93.89	118.16	138.27	138.53	142.36
毛利	百万		93.90	136.55	138.27	156.21	167.12
毛利率	%		50.00	53.61	50.00	53.00	54.00
合计							
收入	百万	1,153.87	1,524.35	2,606.86	3,481.14	4,796.02	6,869.27
成本	百万	330.16	702.23	1,261.15	1,773.11	2,435.55	3,558.83
毛利	百万	823.71	822.12	1,345.71	1,708.03	2,360.48	3,310.44
毛利率	%	71.39	53.93	51.62	49.07	49.22	48.19
归母净利润	百万	275.69	322.82	498.13	635.73	821.44	1055.26

资料来源: 公司年报, 中银证券测算

估值分析

考虑公司租赁产品目前主要应用于建筑施工领域, 应用上属于新技术、新装备对传统工法的替代, 我们选取铝合金模板租赁龙头志特新材作为可比公司。产品、工法替代逻辑下两者均有较好的成长性, 且高空作业平台受益于产品属性、商业模式以及市场空间, 天然具备较高的毛利率水平, 在行业快速发展下公司成长性凸显。

考虑高空作业平台业务较高的成长性, 预计公司 2022-2024 年收入分别为 34.8、48.0、68.7 亿元, 归母净利润分别为 6.4、8.2、10.6 亿元; EPS 分别为 0.50、0.65、0.84 元。首次覆盖, 给予买入评级。

图表 58. 可比公司估值水平

股票代码	公司简称	股价(元)	市值(亿元)	EPS(元)			PE(倍)			PE(ttm)	PB
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
300986.SZ	志特新材	40.05	65.64	1.35	1.82	2.40	25.77	19.07	14.46	35.68	5.12
603300.SH	华铁应急	7.30	92.17	0.50	0.65	0.84	14.56	11.27	8.77	16.74	2.55

资料来源：万得，中银证券

注：表中数据截至 2022 年 9 月 15 日，预测数据取万得一致预期

风险提示

1. **固定资产投资增速不及预期：**目前公司租赁产品主要下游仍为建筑施工、基建施工，若固定资产投资增速不及预期，下游需求或萎缩，导致租金下跌。
2. **规模扩张不及预期：**高空作业平台设备管理数量的持续扩张支撑公司业绩增长，若扩张速度放缓，公司业绩将受影响，此外，门店数量很大程度上影响公司的业务拓展情况，若门店数量拓展不及预期，将影响公司在区域市场的业务开拓能力，从而影响公司业绩。
3. **出租率大幅下降：**受益于较高的出租率，高周转之下公司得以维持较高的毛利率水平，若出租率大幅下降，将显著影响公司业绩。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,524	2,607	3,481	4,796	6,869
销售成本	702	1,261	1,773	2,436	3,559
经营费用	272	419	592	825	1,195
息税折旧前利润	848	1,315	1,910	2,519	3,715
折旧及摊销	293	527	913	1,153	1,802
经营利润(息税前利润)	555	788	997	1,365	1,913
净利息收入/(费用)	(150)	(190)	(218)	(356)	(626)
其他收益/(损失)	2	17	29	39	59
税前利润	405	598	779	1,010	1,287
所得税	82	99	144	188	232
少数股东权益	76	101	134	191	235
净利润	323	498	636	821	1,055
核心净利润	321	481	607	783	997
每股收益(人民币)	0.256	0.395	0.504	0.651	0.836
核心每股收益(人民币)	0.254	0.381	0.481	0.620	0.789
每股股息(人民币)	0.054	0.000	0.070	0.090	0.120
收入增长(%)	(23)	71	34	38	43
息税前利润增长(%)	(1)	42	27	37	40
息税折旧前利润增长(%)	40	55	45	32	47
每股收益增长(%)	10	54	28	29	28
核心每股收益增长(%)	41	50	26	29	27

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	405	598	779	1,010	1,287
折旧与摊销	293	527	913	1,153	1,802
净利息费用	150	190	218	356	626
运营资本变动	550	(203)	336	542	846
税金	63	108	0	0	0
其他经营现金流	177	(521)	1,367	2,437	3,906
经营活动产生的现金流	538	1,105	2,941	4,413	6,775
购买固定资产净值	1,471	680	2,844	5,054	8,581
投资减少/增加	91	(77)	35	10	0
其他投资现金流	6	0	5	14	26
投资活动产生的现金流	(1,556)	(603)	(2,874)	(5,049)	(8,555)
净增权益	792	(875)	600	0	0
净增债务	(93)	89	2,234	3,884	6,463
支付股息	90	0	95	122	162
其他融资现金流	459	288	(187)	(363)	(639)
融资活动产生的现金流	1,069	(498)	2,553	3,400	5,662
现金变动	50	4	2,620	2,763	3,882
期初现金	26	122	92	2,712	5,475
公司自由现金流	(1,018)	502	67	(636)	(1,780)
权益自由现金流	(652)	879	2,115	2,885	4,044

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	122	92	2,712	5,475	9,356
应收帐款	1,517	2,212	2,937	4,117	5,927
库存	18	37	44	63	91
其他流动资产	358	236	236	236	236
流动资产总计	2,015	2,577	5,929	9,891	15,610
固定资产	4,316	6,748	8,696	12,602	19,393
无形资产	10	9	8	8	8
其他长期资产	1,056	1,233	2,045	3,413	5,702
长期资产总计	5,382	7,990	10,749	16,023	25,103
总资产	7,397	10,566	16,678	25,914	40,713
应付帐款	353	877	1,147	1,632	2,355
短期债务	1,060	912	1,013	1,143	1,403
其他流动负债	1,069	1,487	1,512	1,554	1,563
流动负债总计	2,482	3,277	3,673	4,329	5,321
长期借款	0	271	2,404	6,158	12,360
其他长期负债	1,191	2,934	5,211	9,146	15,622
股本	903	903	1,351	1,351	1,351
储备	2,821	3,182	4,039	4,930	6,058
股东权益	3,724	4,085	5,391	6,281	7,409
少数股东权益	390	375	509	700	935
总负债及权益	7,397	10,566	16,678	25,914	40,713
每股帐面价值(人民币)	2.64	2.94	3.61	4.13	4.79
每股有形资产(人民币)	4.27	8.17	12.16	18.99	29.94
每股净负债/(现金)(人民币)	0.00	3.19	4.38	8.12	14.82

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	55.7	50.4	54.9	52.5	54.1
息税前利润率(%)	36.4	30.2	28.6	28.5	27.8
税前利润率(%)	26.6	22.9	22.4	21.1	18.7
净利率(%)	26.2	23.0	22.1	21.1	18.8
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.8	1.6	2.3	2.9
利息覆盖率(倍)	5.6	6.9	8.8	7.1	5.9
净权益负债率(%)	57.2	98.6	109.8	174.7	270.3
速动比率(倍)	0.8	0.8	1.6	2.3	2.9
估值					
市盈率(倍)	28.7	18.6	14.6	11.3	8.8
核心业务市盈率(倍)	28.9	19.2	15.2	11.8	9.3
市净率(倍)	2.8	2.5	2.0	1.8	1.5
价格/现金流(倍)	(12.1)	18.4	147.1	(15.6)	(5.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.8	5.0	5.2	3.9	2.7
周转率					
存货周转天数	4.4	5.2	4.7	4.8	4.8
应收帐款周转天数	363.3	309.7	308.0	313.3	314.9
应付帐款周转天数	183.6	253.9	236.2	244.6	241.5
回报率					
股息支付率(%)	21.1	0.0	13.9	13.8	14.4
净资产收益率(%)	10.7	14.7	14.3	16.1	17.4
资产收益率(%)	5.4	5.7	4.6	3.9	3.2
已运用资本收益率(%)	7.4	8.0	5.8	4.9	4.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371