

2022 年 09 月 18 日

高空平台租赁迎扩容，轻资产化平台起航

华铁应急(603300)

► **高空租赁行业仍具良好β。**由于国家法律对于工地事故的处理明显趋严，以及经济性逐渐体现，我们判断高空设备需求将保持上升，测算 2025 年行业空间或达 280 亿元，约为目前的 3 倍；目前高空平台租赁行业 CR3 达 50%左右，而由于大企业通常具有采购成本优势，且小企业总体注重区域效率化经营的策略一定程度上限制其扩张能力，我们认为头部企业将是增量主要获得者，此外伴随国产设备制造商市场份额扩大，未来设备购买成本有望下降，抵消租赁价格下滑的不利影响，行业β仍然良好。

► **打造平台化租赁企业，市场扩容核心受益。**公司收购与绿地投资并举，目前以有高空作业平台、建筑支护设备、地下维修维护三大业务平台，基本覆盖建筑生命全周期，其中高空作业平台 2021 年保有量 4.7 万台，位列全国第二。公司聚焦中小客户，管理能力行业领先，未来有望成为市场扩容的核心受益者，充分展现弹性。此外，如果三大板块业务协同良好，公司综合竞争力有望进一步提升。

► **推进轻资产化，H2 有望展现弹性。**2021 年开始，公司逐渐通过引入外部闲置资金进行二次转租和委托经营的方式，推进轻资产化，未来资金压力或逐步降低。同时，在经历了 H1 的疫情扰动后，我们判断 H2 公司设备出租率有望伴随施工需求的恢复而回暖。资金压力降低伴随出租率回升，我们认为 H2 起公司有望逐渐展露业绩弹性。

► **投资建议。**预计 2022-2024 年，公司收入 34.5/48.3/63.1 亿元，EPS0.51/0.74/0.90 元，对应 9 月 16 日 7.09 元收盘价 14.00/9.54/7.90x PE。首次覆盖给予目标价 8.88 元及“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	8.88
最新收盘价：	7.09
股票代码：	603300
52 周最高价/最低价：	14.62/7.05
总市值(亿)	89.52
自由流通市值(亿)	89.52
自由流通股数(百万)	1,262.57



分析师：郁晓

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1524.35	2606.86	3447.66	4830.37	6314.11
YoY (%)	32.11%	71.02%	32.25%	40.11%	30.72%
归母净利润(百万元)	322.82	498.13	639.51	938.39	1133.75
YoY (%)	17.09%	54.31%	28.38%	46.74%	20.82%
毛利率 (%)	53.93%	51.62%	49.45%	49.78%	48.10%
每股收益 (元)	0.26	0.39	0.51	0.74	0.90
ROE	9.68%	13.43%	15.38%	19.49%	20.22%
市盈率	27.73	17.97	14.00	9.54	7.90

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 高空作业平台租赁头部企业.....	4
2. 高空作业平台租赁或呈现扩容趋势，具备良好 β	6
2.1. 十四五行业或迎三倍扩容.....	6
2.2. 头部企业预计是增量市场主要瓜分者.....	11
2.3. 毛利率下降空间预计整体有限.....	12
3. 华铁应急：打造轻资产平台化租赁企业.....	13
3.1. 平台化租赁企业.....	14
3.2. 推进轻资产化，有望减轻运营压力	17
3.3. 信息化转型，有望进一步提升经营效率	18
3.4. 2022H2 看好华东施工复苏，公司有望展现弹性.....	19
3.5. 股权激励较为充分	19
4. 盈利预测及估值	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

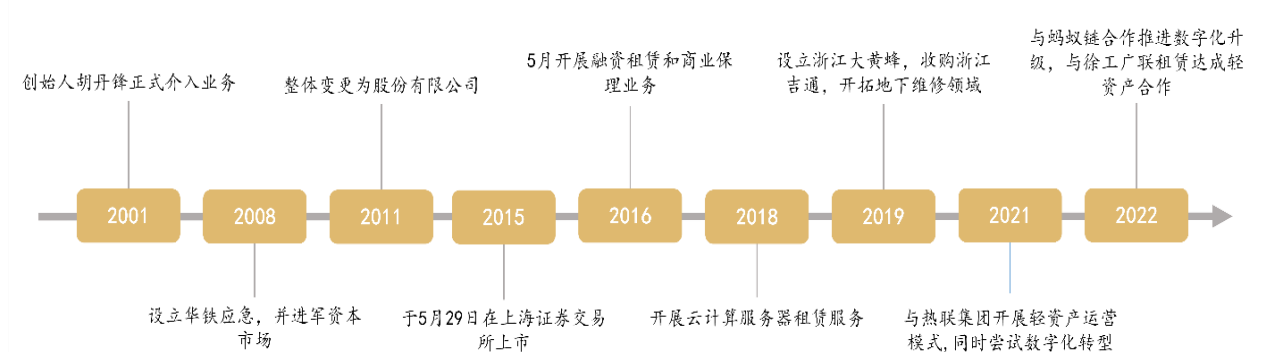
图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司营业收入及增速.....	5
图 3 公司归母净利润及增速.....	5
图 4 公司分板块业务收入.....	5
图 5 公司高空作业设备保有量	5
图 6 公司股权结构.....	6
图 7 高空作业设备及其应用场景.....	7
图 8 中国高空作业平台销量.....	7
图 9 中国高空作业平台租赁设备保有量	7
图 10 建筑业农民工人数出现下降.....	9
图 11 建筑业农民工月工资逐渐提升	9
图 12 存量建筑面积	10
图 13 地产新开工 2021-2022 年出现下滑	10
图 14 2022 年 1-7 月高空租赁设备销量同比上升.....	10
图 15 2022 年 1-7 月高空租赁设备累计销量同比上升	10
图 16 中国人均保有量低于美国.....	11
图 17 宏信、华铁应急高空作业设备保有量.....	12
图 18 市场份额估算	12
图 19 经营租赁业务成本拆分	12
图 20 高空设备租赁价格呈现下滑趋势.....	13
图 21 主要设备供应商.....	13
图 22 吉通营业收入及增速.....	14
图 23 吉通归母净利润及增速	14
图 24 恒铝科技归母净利润及增速.....	15
图 25 运营中心数量上升	16
图 26 布局城市数量上升	16
图 27 公司高空设备租赁毛利率与宏信建设相仿.....	16
图 28 公司收现比上升.....	17
图 29 公司经营净现金流增长	17
图 30 前五大客户收入占比下降	17
图 31 轻资产运营示意图	18
图 32 擎天智能管理系统	19
图 33 分省固定资产投资增速对比.....	19
图 34 分省公路水路投资增速对比.....	19

表 1 工地事故管理法规趋严	8
表 2 高空作业平台经济性更好.....	9
表 3 高空作业设备租赁扩容空间测算	11
表 4 铝模板扩容测算	15
表 5 公司轻资产布局案例	18
表 6 股权激励总结.....	20
表 7 盈利预测.....	20
表 8 可比公司估值.....	21

1. 高空作业平台租赁头部企业

深耕租赁行业十余载，品类扩张。公司成立于 2008 年，成立初期主要经营钢支撑结构租赁，在行业需求增加后，公司进行了业务拓展，于 2009 年增加贝雷类产品租赁业务，2010 年增加脚手架装备租赁业务，初步搭建了多层次的支撑类器械租赁业务。公司于 2015 年实现 A 股上市，上市后借助资金优势，继续扩大业务规模和业务覆盖范围，逐步实现全国化经营。

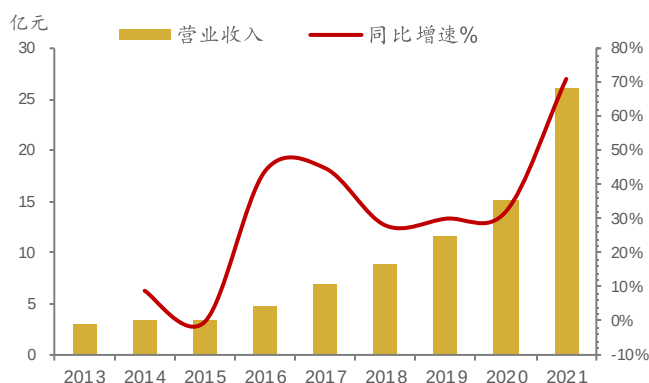
图 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

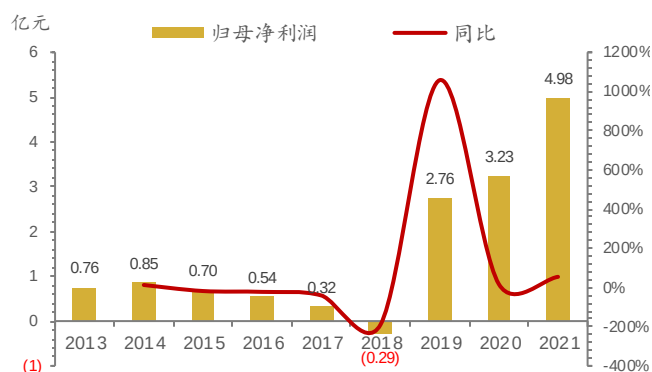
2019 年后，公司进一步加速业务扩张。当年收购浙江吉通 51% 股权，开始布局地下施工业务；同年，公司收购恒铝科技 51% 股权，加速在建筑支护设备领域的布局。在高空作业平台逐步取代传统吊篮、脚手架，同时建筑存量翻新改造需求上升的背景下，2019 年 4 月，公司公告拟投资 8 亿元用于高空作业平台租赁业务，同年 11 月，拟增资 12 亿元进一步扩展该业务，并向徐工、中联等机械企业下属财务公司新增办理融资租赁不超过 8 亿元，正式进军高空作业平台租赁行业。目前公司通过子公司大黄蜂经营高空作业平台租赁业务，根据 2022 “全球高空作业机械租赁 50 强排行榜”，公司高空作业平台保有量国内排名第二，2021 年蝉联 “中国高空作业设备租赁商 10 强”，此外公司目前地铁钢支撑设备保有量位居行业首位。

图2 公司营业收入及增速



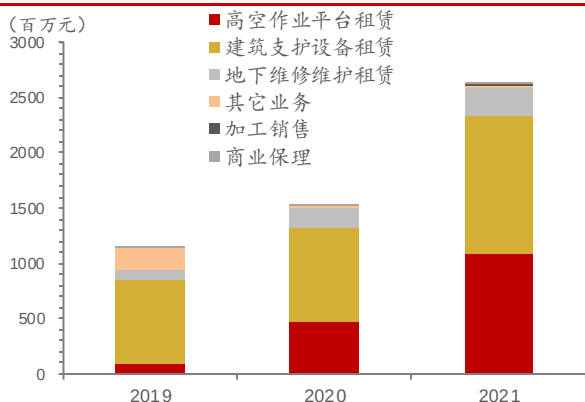
资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

图3 公司归母净利润及增速



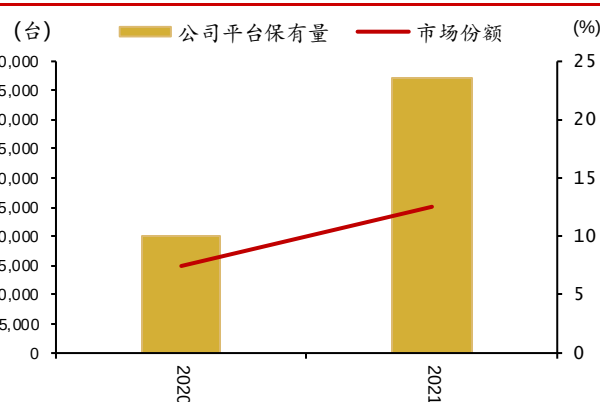
资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

图4 公司分板块业务收入



资料来源：公司年报，华西证券研究所

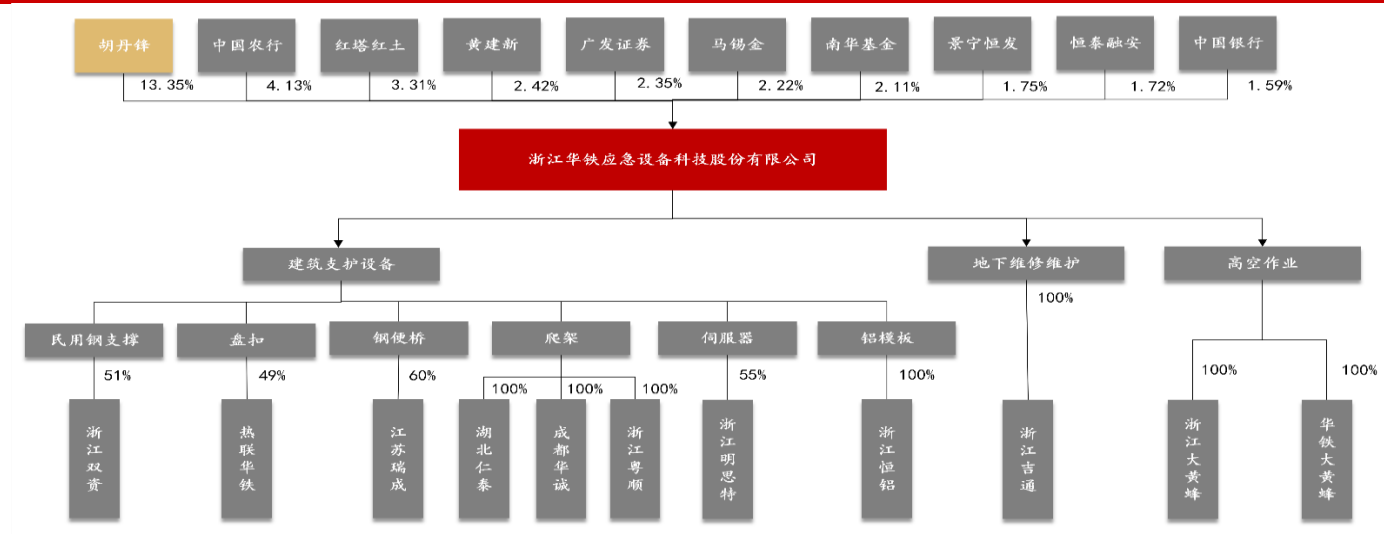
图5 公司高空作业设备保有量



资料来源：公司年报，华西证券研究所

截止到 2022H1，公司实控人胡丹锋直接持有公司 13.35%的股权，公司于 2021 年 4 月发布定增预案，拟向大黄蜂控股发行不超过 8759 万股，募集金额不超过 6 亿元，如果该定增顺利实施，公司实控人持股比例将上升至 22%左右。目前公司涉及细分品类较多，每个细分品类的租赁经营都有相应的主体公司经营。该类主题公司由公司控股，职业经理人持有少数股东权益，保证公司对于子公司控股的同时，也能够较好的激励一线管理层，并绑定利益。

图 6 公司股权结构



资料来源：Wind，华西证券研究所

高空作业平台租赁有望进入扩容期，轻资产化增强公司竞争力。由于高空作业平台具有更好的经济性和安全性，预计未来行业渗透率仍将逐渐提升，带动行业进一步扩容，而目前行业集中度较高，保有量口径 CR3 达到 50%左右，公司核心受益。此外，公司目前已经开始通过多种手段开始进行轻资产化，过往快速扩张带来的债务压力预计有所缓解。同时，公司目前擎天系统上线，管理效率有望进一步提升。在下半年地产、基建需求回暖背景下，公司有望进一步展现业绩弹性，并且杠杆压力有望减轻。

2. 高空作业平台租赁或呈现扩容趋势，具备良好 β

我们认为目前高空租赁行业仍然具备良好的 β ：1) 行业仍将扩容；2) 头部企业预计将是增量的主要获得者；3) 毛利率下降的空间总体有限；

2.1. 十四五行业或迎三倍扩容

高空作业应用场景较为广泛。高空作业机械是为满足高空作业而设计的一类专用设备，主要包括剪叉车、曲臂车、直臂车等，可以将作业人员、工具、材料等通过平台抬举到指定位置进行操作，同时保证高空作业人员安全。从下游来看，高空作业平台的应用场景较为广泛，可用于厂房、机场、车站、幕墙等多种场景。

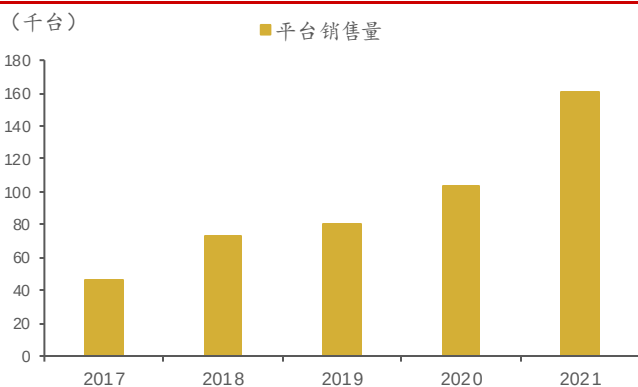
图 7 高空作业设备及其应用场景



资料来源：百度图片，华西证券研究所

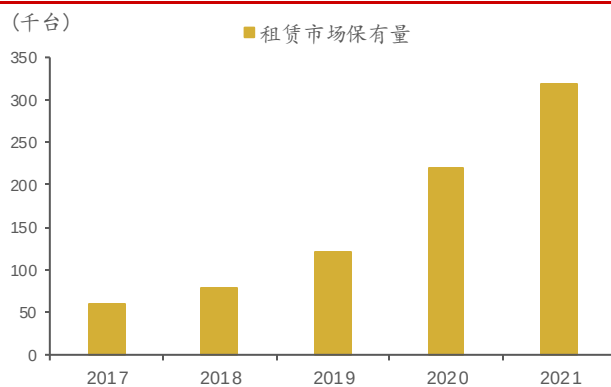
2021 年市场规模达百亿元左右。根据中国工程机械协会及产业信息网数据，2021 年高空作业平台销量 16.01 万台，同比+54.6%，截止到 2021 年末，我国高空作业平台保有量 38.44 万台左右，其中租赁市场保有量 31.88 万台，占比 83%左右。按照平均 75%出租率，4 万元/年的租赁费用估算，2021 年高空作业平台租赁市场规模 95.6 亿元。

图 8 中国高空作业平台销量



资料来源：中国产业信息网，中国工程机械工业协会，弗若斯特沙利文，华西证券研究所

图 9 中国高空作业平台租赁设备保有量



资料来源：中国产业信息网，中国工程机械工业协会，华经产业研究院，华西证券研究所

2025 年行业规模预计扩张至 280 亿元。我们认为高空作业平台在新建、存量翻新中经济性都将逐渐凸显，渗透率预计将得到提升：

法规趋严：根据住建部等相关机构统计，高空坠落事故是工地事故的重灾区，2019 年高空坠落事故占工程安全事故总量比例的 53.69%，主要因为传统脚手架由人工搭建，一旦操作不规范很容易发生事故。针对事故安全问题，国家在高空作业安全方面的法规逐渐趋于严格，2021 年 9 月，国家修订《安全生产法》，规定 1) 生产经营单位的特种作业人员必须按照国家有关规定经专门的安全作业培训，取得相应资格，方可上岗作业，2) 生产经营单位未为从业人员提供符合国家标准或者行业标准的劳动防护用品，且逾期未改正的，处五万元以上二十万元以下的罚款，情节严重构成犯罪的，依照刑法有关规定追究刑事责任。相比于传统脚手架，高空作业平台等机械设备在工作中水平稳定性更强，未来出于安全角度考虑，高空作业平台有望逐渐代替脚手架，渗透率预计将逐渐提升。

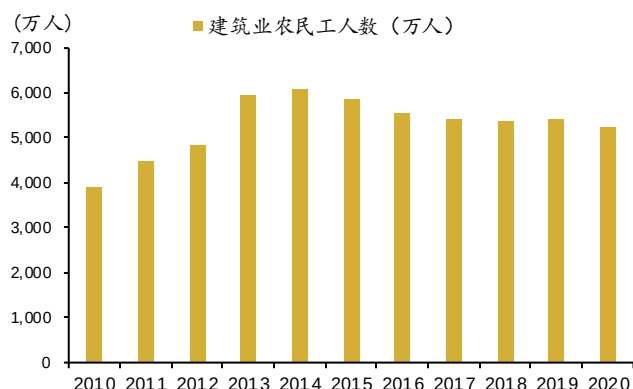
表 1 工地事故管理法规趋严

名称	最新修订时间	内容
《安全生产法》	2021 年 9 月 1 日	第二十七条 生产经营单位的特种作业人员必须按照国家有关规定经专门的安全作业培训，取得相应资格，方可上岗作业。 第九十六条 生产经营单位未为从业人员提供符合国家标准或者行业标准的劳动防护用品的，责令限期改正，可以处五万元以下的罚款；逾期未改正的，处五万元以上二十万元以下的罚款；情节严重的，责令停产停业整顿；构成犯罪的，依照刑法有关规定追究刑事责任。
《刑法》	2020 年 12 月 26 日	第一百三十四条 【重大责任事故罪】在生产、作业中 违反有关安全管理的规定，因而发生重大伤亡事故或造成其他严重后果的，处三年以下有期徒刑或者拘役；情节特别恶劣的，处三年以上七年以下有期徒刑。 第一百三十五条 【重大劳动安全事故罪】 安全生产设施或者安全生产条件不符合国家规定，因而发生 重大伤亡事故或者成其他严重后果的，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处三年以下有期徒刑或者拘役；情节特别恶劣的，处三年以上七年以下有期徒刑。
《特种作业人员安全技术培训管理规定》	2015 年 7 月 1 日	第三十八条 生产经营单位未建立健全特种作业人员档案的，给予警告，并处 1 万元以下的罚款。 第三十九条 生产经营单位使用未取得特种作业操作证的特种作业人员上岗作业的，责令限期改正，可以处 5 万元以下的罚款；逾期未改正的，责令停产停业整顿，并处 5 万元以上 10 万元以下的罚款，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处 1 万元以上 2 万元以下的罚款。

资料来源：各公开资料，华西证券研究所

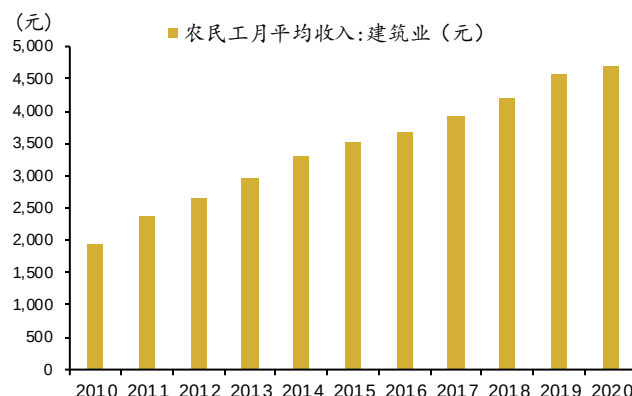
经济性更好：随着我国人口红利逐渐消失，我国建筑业民工人口由 2015 年的 5855 万人降低至 2021 年的 5558 万人，建筑业农民工平均月收入由 2011 年的 2382 元上升至 2021 年的 5141 元，减少人力成本对于业主方来说也是控制成本的重要途径。

图 10 建筑业农民工人数出现下降



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 11 建筑业农民工月工资逐渐提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

传统脚手架需要在升高过程中，通过人员攀爬继续搭建，而由于脚手架本身空间有限，搭拆较为费时，因此高空作业平台对于工程时间和人力的节省较为明显，以墙面清洁为例，高空作业平台相比于传统脚手架，可以节省 30% 左右工程时间及 50% 左右的人力成本。根据高空机械工程数据进行测算，在大型高架、城市立交等工程中，高空作业平台同样能够节省经济成本 50% 以上，在人力成本逐渐上升的背景下，未来经济性优势有望凸显。

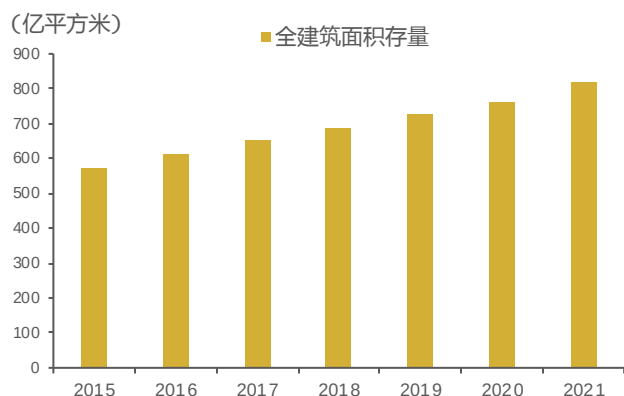
表 2 高空作业平台经济性更好

项目	高空作业平台	传统脚手架
设备需求量(台/套)	5	60
工资(元/月)	7000	7000
总工人数(人)	5	10
工时(月)	4	6
总工资费用(万元)	14	42
设备租赁费(元/月)	6500	90
总租赁费用(万元)	13	3.24
工程总费用(万元)	27	45.24

资料来源: 高空机械工程公众号, 华西证券研究所

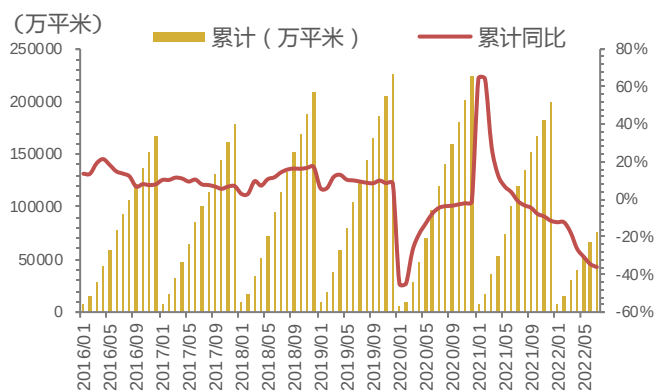
主要针对地产后市场，受地产新建的影响相对较少：高空作业设备主要用于既有建筑的翻新、维护及改造，相较于其余器械，受到地产新建总量减少的影响相对较小。伴随存量建筑面积的逐渐上升，高空作业设备的需求也有望逐渐上升。

图 12 存量建筑面积



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 13 地产新开工 2021-2022 年出现下滑



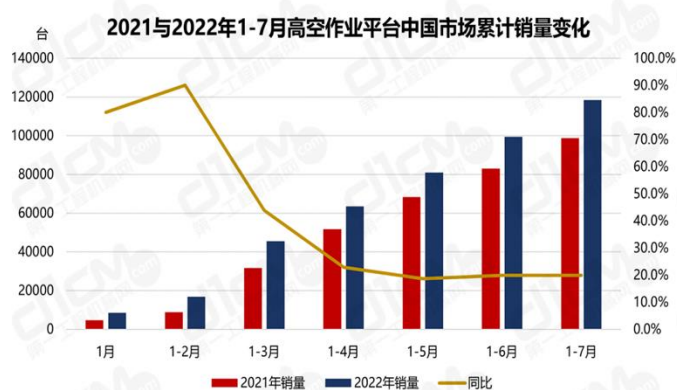
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 2022 年 1-7 月高空租赁设备销量同比上升



资料来源: 中国工程机械工业协会, 第一工程机械网, 华西证券研究所

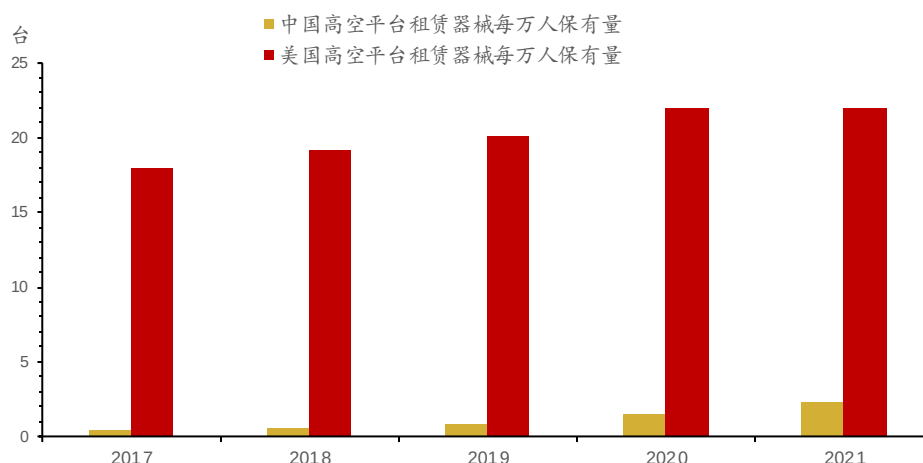
图 15 2022 年 1-7 月高空租赁设备累计销量同比上升



资料来源: 中国工程机械工业协会, 第一工程机械网, 华西证券研究所

根据中国工程机械协会数据, 2021 年, 我国高空平台租赁器械每万人保有量约为 2.24 台, 相较于美国的 21.97 台差距仍然较大。此外, 目前我国高空作业平台租赁行业仍然较为集中于剪叉车, 未来臂式车的占比预计将逐渐上升, 而臂式车的租金更高, 进一步支撑行业扩容。我们预计 1) 到 2025 年, 高空作业平台机械人均保有量上升至 6 台, 2) 臂式车占比上升至 30%, 则即使未来租金有所下降, 到 2025 年, 高空作业平台租赁市场空间仍有望突破 280 亿元, 相比于 2021 年接近 3 倍。

图 16 中国人均保有量低于美国



资料来源: 精英智汇, 产业信息网, 华西证券研究所

表 3 高空作业设备租赁扩容空间测算

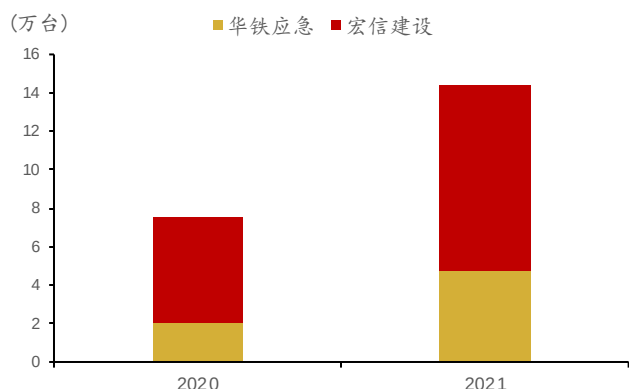
	2021	2025E
每万人保有量	2.24	6
设备保有量(台)	323,000	864,000
出租率	75.00%	75.00%
出租量(台)	242,250	648,000
剪叉车占比	80%	70%
出租剪叉车台数	193,800	453,600
剪叉车年租金(元/月)	1,500	1,300
剪叉车租赁市场空间(亿元)	34.88	70.76
臂式车占比	20.00%	30.00%
出租臂式车台数	48,450	194,400
臂式车年租金(元/月)	11,000	9,000
臂式车租赁市场空间(亿元)	63.95	209.95
高空作业平台总市场空间(亿元)	99	281

资料来源: 各公开资料, 华西证券研究所

2.2. 头部企业预计是增量市场主要瓜分者

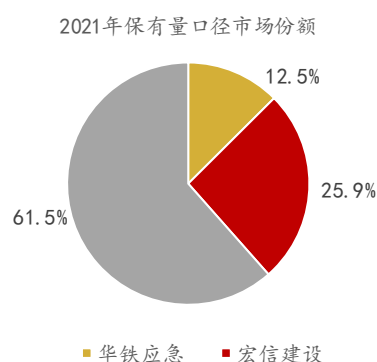
市场集中度较高, 增量预计主要来自头部企业。根据宏信建设招股书, 以及华铁应急数据, 截止到 2021 年底, 两家公司高空作业平台保有量 9.72/4.70 万台, 保有量口径市场份额分别为 25.9%/12.5%, 据此估算宏信建设、华铁应急、众能联合三家头部企业合计 CR3 在 50%左右, 行业集中度较高。

图 17 宏信、华铁应急高空作业设备保有量



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

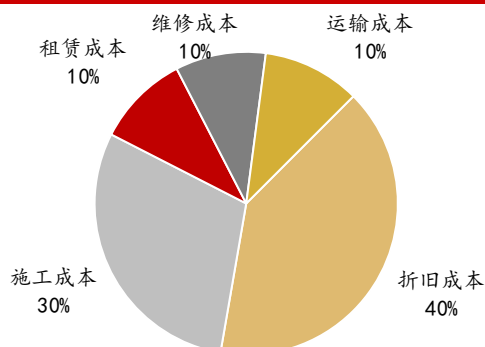
图 18 市场份额估算



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

高空作业平台租赁属于重资产行业，最主要的成本项来自于保有设备的折旧以及人员工资成本，因此头部企业能够通过规模优势，获得更优惠的设备采购价及融资租赁成本。相对而言，小企业则是通过在特定区域内精细化运作，通过提升单人管理设备效率降低成本，但相应的策略一定程度上限制了小企业的扩张，因此我们认为市场增量将主要被头部企业获得。

图 19 经营租赁业务成本拆分

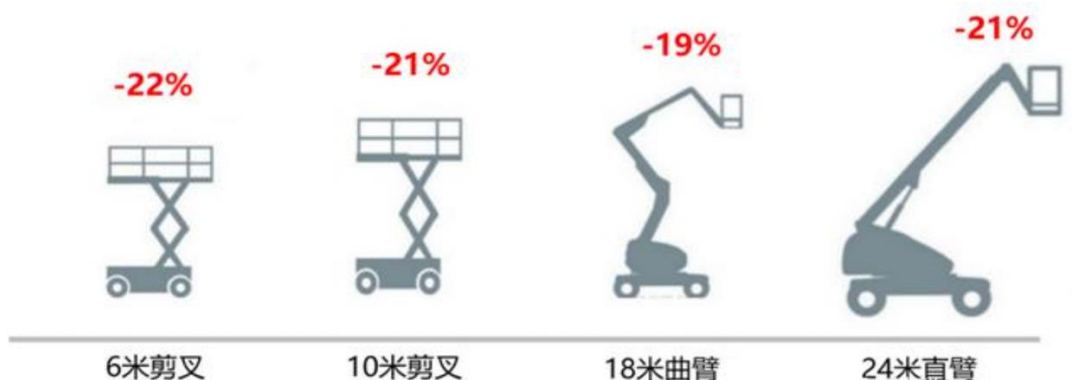


资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.3. 毛利率下降空间预计整体有限

价格下降空间预计有限，毛利率预计能够保持。根据 ESCG《2020 中国高空作业平台租赁市场报告》，由于行业内企业增多，设备保有量增加，近年来行业租金整体呈现下降趋势。根据 ESCG 数据，2020 年，主流高空作业平台设备价格下滑 20% 左右，行业整体毛利率相比于 2019/2018 年下降 3/10 个百分点左右。在行业仍然保持扩容背景下，我们认为未来高空作业平台租金价格下降幅度有限。

图 20 高空设备租赁价格 2020 年呈现下滑趋势



资料来源：慧聪工程机械网，华西证券研究所

此外，我们判断未来高空设备的购买价格也将逐渐下降。过往中国高空平台设备生产市场上外资企业 JLG、Genie 等市场份额较高，但随着内资企业技术进步，目前内资企业在高空作业市场上份额逐渐提升。例如根据各公司年报披露，中联重科 2021 年高空作业机械销售额 33.5 亿元，同比+310.76%，三一重工在今年 2 月 18 日正式成立三一高空机械装备有限公司。随着国内企业技术提升，设备品类逐渐完善，未来高空作业设备价格总体将逐渐下降，而由于租赁企业成本最重要的组成部分是摊销，因此未来租赁企业成本或将有所降低，从而部分抵消租赁价格下降影响。

图 21 主要设备供应商



资料来源：Wind，华西证券研究所

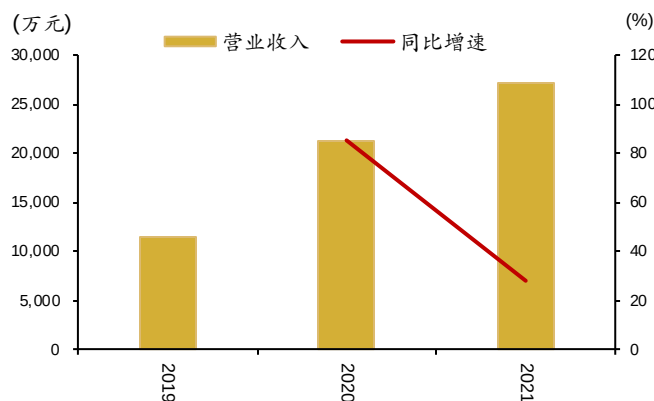
3. 华铁应急：打造轻资产平台化租赁企业

公司目前已形成高空作业平台、建筑支护设备、地下维修维护三大设备租赁板块，同时逐渐打造轻资产化、信息化平台，逐步积累竞争优势。2022H2，随着地产、基建需求恢复，公司有望逐渐展现弹性。

3.1. 平台化租赁企业

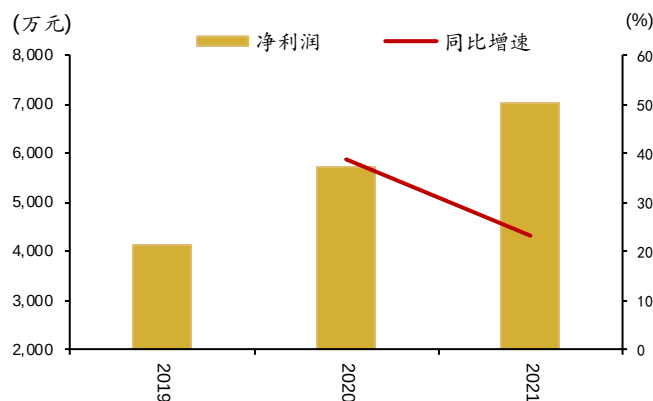
公司成立初期租赁业务较为集中于支撑类设备，品类相对单一。2019 年起，借助上市后的资金优势，公司开始扩大业务范围。2019 年 7 月，公司通过现金收购，完成对浙江吉通并表（持股 51%，剩余 49%于 2022 年 1 月完成），正式进入地下空间综合服务业务，同时由于两家公司总部均位于浙江，公司与吉通实现了较好的客户资源、渠道网络共享。公司收购吉通时，业绩承诺为 19-21 年扣非净利润累计不低于 1.8 亿元，根据 wind 数据，2019-2021 年吉通实际净利润 5488/5851/7021 亿元，完成业绩承诺。

图 22 吉通营业收入及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

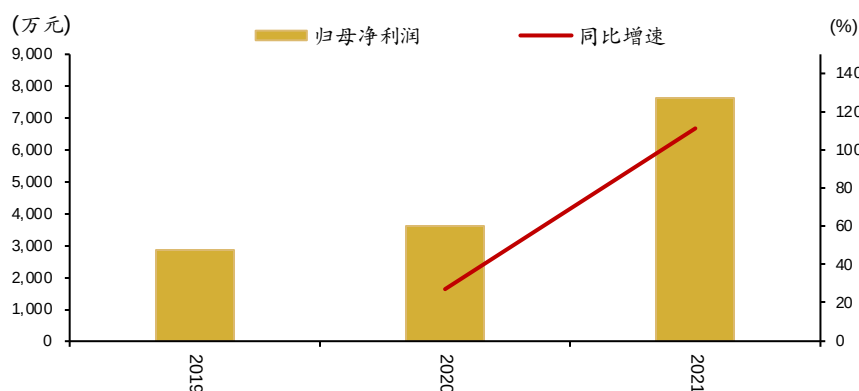
图 23 吉通归母净利润及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

2019 年 12 月，公司公告通过现金收购浙江恒铝科技（持股 51%，后续 49%于 2021 年 1 月完成收购，随后 2021 年 7 月东阳市金头控股增资 2 亿元，目前公司持股 86.7%），进军铝模板租赁行业，标的公司承诺 2021-2023 年扣非净利润 6138/7177/8100 万元。根据 Wind 数据，恒铝科技 2021 年净利润 7630 万元，完成情况较好。

图 24 恒铝科技归母净利润及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

铝模板行业扩容及集中度提升趋势较为确定。铝模板是混凝土浇筑过程中用于代替木模板的预制结构件，相比较传统木模板而言，铝模板拥有更好的经济性能和环保性能，目前在中高层建筑中渗透率仅 20-30%，2021 年市场空间 440 亿元左右，未来扩容空间充足。此外，铝模板行业服务属性较强，精细化管理要求较高，未来集中度提升趋势较为明确，头部企业或核心受益。

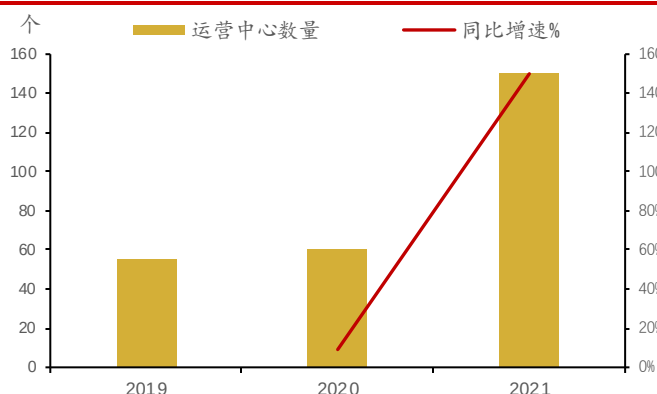
表 4 铝模板扩容测算

铝模租售市场规模测算	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全社会竣工面积 (亿平米)	41.2	40.2	38.5	40.8	38	38	38	35
模板面积: 建筑面积	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
所需模板面积 (亿平米)	144	140.8	134.8	142.9	133	133	133	122.5
铝模板渗透率	0.14	0.16	0.18	0.21	0.24	0.28	0.32	0.35
铝模板结算租赁面积 (亿平米)	20.2	22.5	24.3	29.3	31.9	37.2	42.6	42.9
租赁价格 (元/平米)	15	15	15	15	15	15	15	15
铝模板市场空间 (亿元)	302.5	337.9	364	439.4	478.8	558.6	638.4	643.1
铝模板爬架合计规模	487	541	580	714	777	899	1021	1035

资料来源：Wind，华西证券研究所

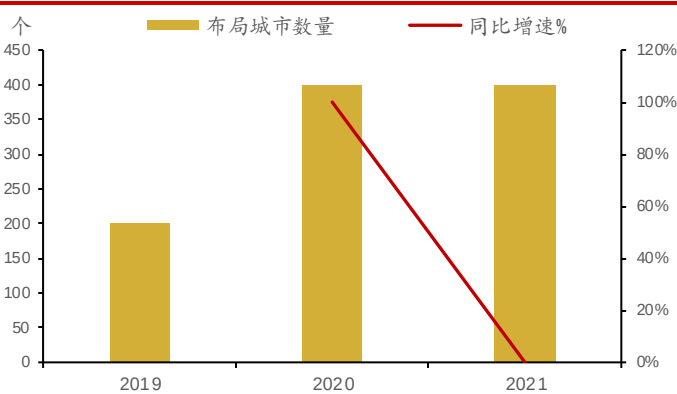
同样于 2019 年，公司切入高空作业平台租赁业务，通过全资子公司大黄蜂经营，以“东部地区网点加密，中西部地区重点城市布局”为总体策略，深化网点布局，通过标准化网点实现快速复制和扩张。根据公司年报数据，截止到 2021 年底，公司在全国开设了超过 150 家运营中心，同比+150%左右，布局城市超 400 个，参与北京冬奥会、广东湛江机场、嘉兴火车站等多个重大项目建设，积累了较好的市场口碑。

图 25 运营中心数量上升



资料来源：公司年报，华西证券研究所

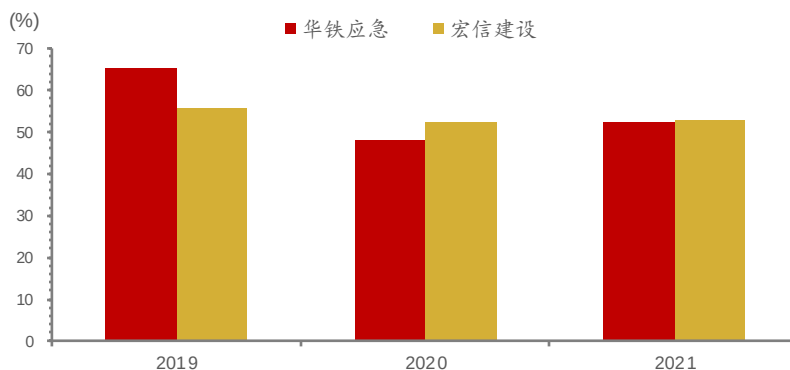
图 26 布局城市数量上升



资料来源：公司年报，华西证券研究所

管理能力良好，市场扩容有望核心受益。租赁行业除价格因素外，管理效率（即每个业务员能够管理的设备数量）也是影响盈利的重要因素。根据宏信、华铁两家企业招股书及年报披露数据，宏信建设截止到 2021 年底高空作业设备平台保有量 97200 台左右，高于公司保有量。我们认为公司在规模不及宏信情况下，实现与宏信相仿的毛利率，体现了公司良好的经营管理能力。

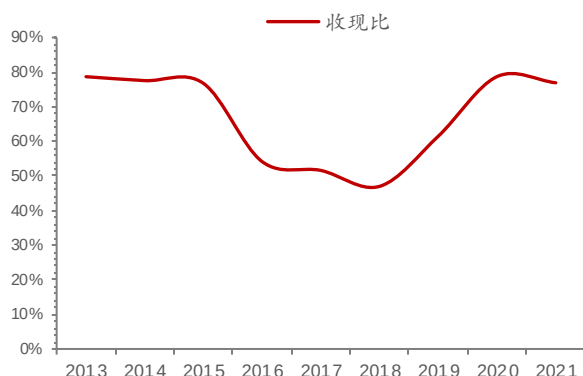
图 27 公司高空设备租赁毛利率与宏信建设相仿



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

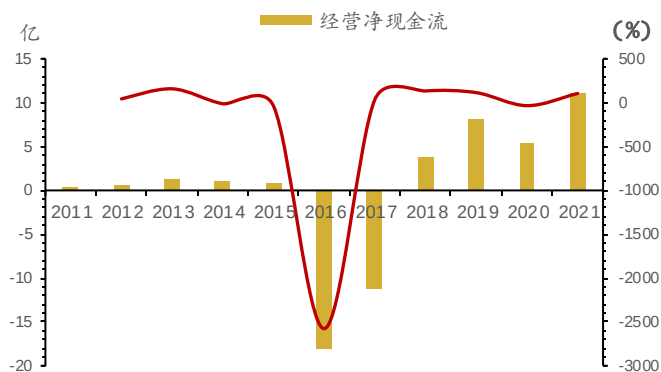
聚焦中小客户，现金流更优。根据公司年报披露，公司目前累计服务客户超过 60000 个，其中中小客户数量占比稳定在 99%，已在中小客户群体中初步建立了品牌效应。相比于大型客户而言，小客户拥有粘性高、回款好的特点，使得公司现金流逐步改善。2017-2021 年，公司收现比由 51.6% 上升至 76.9%，经营净现金流由 -11.3 亿元上升至 11.1 亿元，经营净现金流达归母净利润的 2.2 倍，优于可比公司，体现公司在行业内更加良好的现金流。

图 28 公司收现比上升



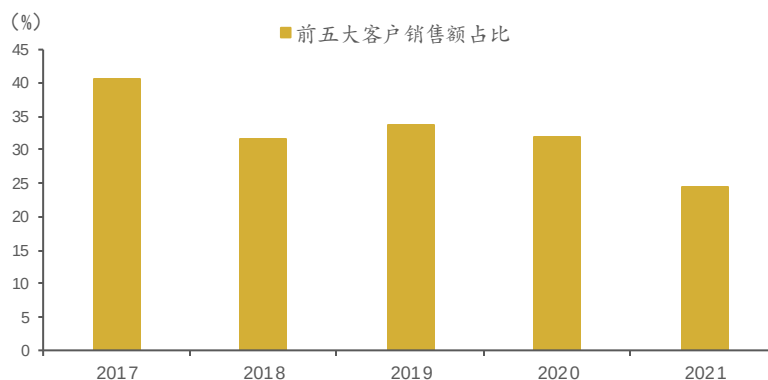
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 29 公司经营净现金流增长



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 30 前五大客户收入占比下降



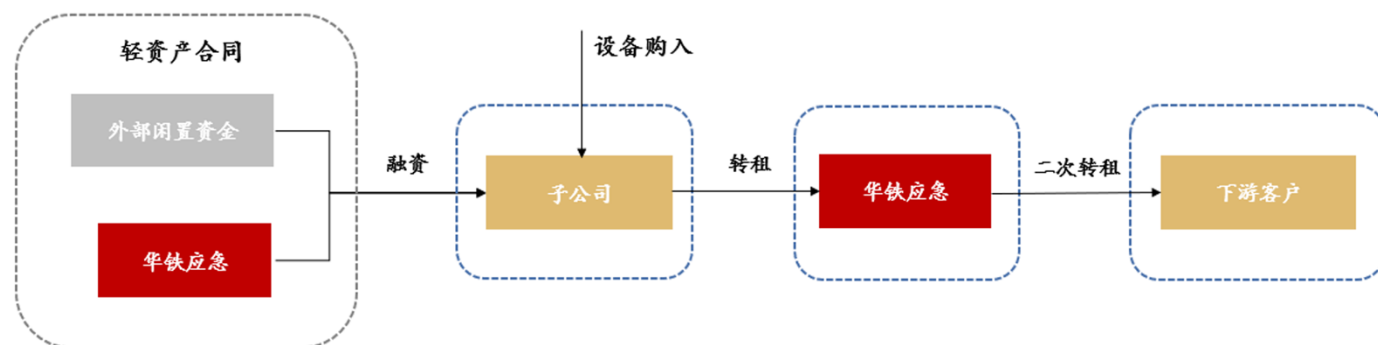
资料来源：公司公告，华西证券研究所

目前公司已形成地下维修维护、建筑支护、高空作业平台三大板块业务，初步成为平台型租赁公司，初步实现了对建筑全生命周期的覆盖，未来如果能够形成良好的协同效应，则竞争力有望进一步增强。

3.2. 推进轻资产化，有望减轻运营压力

随着公司租赁业务规模扩大，公司负债率呈现提升趋势。2021 年，公司资产负债率 61.34%，同比提升 11.7 个百分点，因此公司逐渐开始通过引入外部闲置资金，推进轻资产模式，合作模式主要包括：1) 由合资公司直接展开业务，2) 由子公司（不并表）负责设备购入，然后转租给公司，公司再进行二次转租，借助外部资金，降低融资购买设备压力。2021 年，公司与热联集团达成合作，双方成立合资子公司，其中热联持股 49%，双方按照出资比例分配利润。随后，2022 年，公司与徐工广联建立合作关系，通过委托运营管理、转租赁等形式进行设备出租。2022 年 6 月，公司与苏银金租展开合作，围绕融资租赁展开综合金融服务，未来杠杆压力及融资成本有望呈现下降趋势。

图 31 轻资产运营示意图



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 5 公司轻资产布局案例

公告日期	公告内容
2022 年 9 月 1 日	公司与东阳市城市建设投资集团有限公司拟共同出资设立合资公司开展建筑工程机械与设备租赁等业务。合资公司注册资本为 10,000 万元，其中公司认缴出资 4900 万元，占 49%的股权，东阳城投认缴出资 5100 万元，占 51%的股权。合资公司成立后东阳城投负责积极筹措资金，公司负责日常经营管理，计划未来管理资产规模不低于 15 亿元。
2021 年 2 月 4 日	公司与杭州热联集团股份有限公司、景宁华昇股权投资合伙企业（有限合伙）三方拟共同出资设立新公司，其中公司认缴出资 4000 万元，占 40%的股权，热联集团认缴出资 5100 万元，占 51%的股权，景宁华昇股权投资合伙企业（有限合伙）认缴出资 900 万元，占 9%的股权。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3. 信息化转型，有望进一步提升经营效率

对于设备租赁行业而言，降本增效最重要的关键点是：1) 降低购买设备时的融资租赁成本，2) 提升单个业务人员能够管理的设备数量。随着公司设备保有量和业务范围的扩大，公司精细化管理的需求随之提升。而根据业务流程，每一台机器的租赁，都需要设计采购、定价、下单、工地工人信息录入、工地实地管控、财务结算回款、保养翻新等过程，管理较为复杂。

公司经过数年探索，开发了擎天系统，同时配合人为识别体系解决设备流转的过程管理，目前该系统已经上线。此外，2021 年 12 月，公司聘请原蚂蚁科技集团共享出行事业部总经理彭杰中出任公司总经理，负责公司数字化转型，加快公司科技赋能。我们认为如果公司信息系统未来有望进一步提升公司整体盈利能力。

图 32 擎天智能管理系统

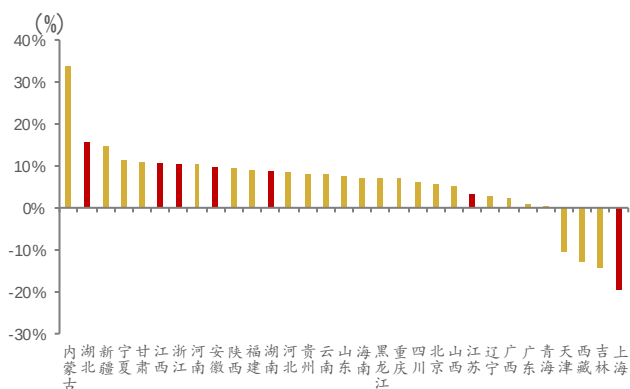


资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.4. 2022H2 看好华东施工复苏，公司有望展现弹性

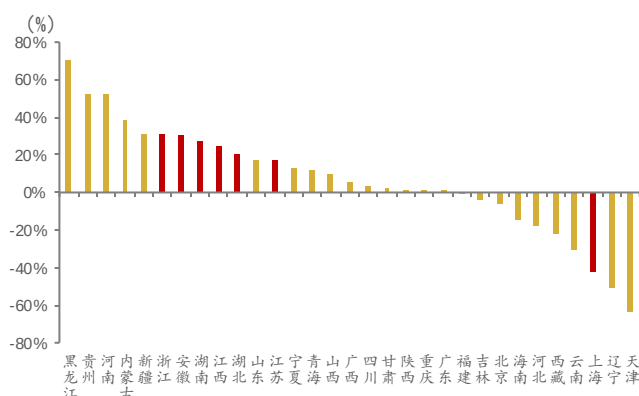
2022H1，公司所在华东地区施工需求受到疫情管控较大影响，但华东地区本身需求较为坚韧，2022H1，华东多数省份固定资产投资增速超全国平均，此外从2022H1 分省公路水路投资来看，华东地区总体增速 20%，高于全国平均 11 个百分点，因此我们认为，H2 随着华东疫情管控逐步放松，我们判断华东地区施工需求恢复，公司出租率回升从而释放业绩弹性。

图 33 分省固定资产投资增速对比



资料来源：国家统计局，Wind，华西证券研究所

图 34 分省公路水路投资增速对比



资料来源：国家统计局，Wind，华西证券研究所

3.5. 股权激励较为充分

多重激励举措并重，激励对象覆盖面广。公司通过股票、期权、持股计划等激励形式，以年度的收入或者利润为考核目标，调动和发挥公司员工（董事、核心高管、技术和业务人员等）的积极性。公司分别在 18/19/20 年授予董事、高管以及核心技术和业务人员 40/62/159 人股票激励 3075/2226/2335 万股，18/19/20 年的考核目标均已实现，并基本行权。21 年，公司发起了两期股权激励计划，分

别授予 812/45 人 4466/1566 万份股票期权。21 年 9 月，公司发起一项员工持股计划，激励 100 人以内 1458 万股，该员工持股计划已在 21 年 12 月完成购买。

表 6 股权激励总结

公告日期	激励形式	数量(万股)	人数	行权价格	占当前总股本比例	考核目标
2018/6/5	股票	3,075	40	6	3.41%	18/19 年净利润不低于 5000/6000 万元
2019/11/21	股票	2,226.32	62	5.7	2.47%	19/20 年净利润不低于 2.6/3 亿元
2020/9/24	股票	2,334.81	159	6.5	2.59%	20/21 年净利润不低于 3/3.3 亿元
2021/6/22	期权	4,465.94	812	10.5	4.95%	1) 21 年收入不低于 21.35 亿元; 2) 21-22 年累计收入不低于 51.24 亿元; 3) 21-23 年累计收入不低于 93.09 亿元; 4) 21-24 年累计收入不低于 151.68 亿元
2021/12/22	期权	1,566	45	12.5	1.74%	1) 22 年收入不低于 29.89 亿元; 2) 22-23 年累计收入不低于 71.74 亿元; 3) 22-24 年累计收入不低于 130.33 亿元
2021/12/11	员工持股计划	1,457.63	不超过 100	11.3	1.62%	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测及估值

在高空设备租赁行业扩容，且公司设备保有量增长，出租率逐步回升背景下，我们预计公司高空作业平台租赁业务收入未来三年将保持较快速度增长，而建筑支护租赁和地下支撑的增速相对稳定。出于谨慎角度，保守预计毛利率未来略有下滑。基于上述假设，预计 2022-2024 年，公司收入 34.5/48.3/63.1 亿元，EPS0.51/0.74/0.90 元，对应 9 月 16 日 7.09 元收盘价 14.00/9.54/7.90x PE。

表 7 盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营租赁收入	1,495	2,557	3,395	4,774	6,255
毛利率	54.09%	52.36%	50.01%	50.21%	48.42%
加工销售收入	8	28	31	34	37
毛利率	17.59%	13.11%	13.11%	13.11%	13.11%
其他业务收入	22	22	22	22	22
总收入	1,524	2,607	3,448	4,830	6,314
同比增速	32.11%	71.02%	32.25%	40.11%	30.72%
归母净利润	323	498	640	938	1,134
净利率	21.18%	19.11%	18.55%	19.43%	17.96%
同比增速	17.09%	54.31%	28.38%	46.74%	20.82%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

我们选取建材租赁企业志特新材、金融租赁企业江苏租赁、机械设备企业三一重工、中联重科作为可比公司，则可比公司目前平均估值 12.05x 2023E PE 及 2.24x PB。由于公司业绩处于快速增长阶段，我们认为 PE 估值更能反映公司内在

价值。给予公司 12.0x 2023E PE，对应目标价 8.88 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8 可比公司估值

公司	2023E PE	PB
志特新材	21.02	4.9
三一重工	13.45	2.11
江苏租赁	5.59	1.05
中联重科	8.12	0.91
平均	12.05	2.24

资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

5. 风险提示

需求不及预期：如果地产政策调控严于预期，或资金到位不及预期，则租赁实际需求以及价格或低于预期。

成本高于预期：如果资金成本、运营成本高于预期，公司利润率可能不及我们预期。

系统性风险：宏观经济及贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2606.86	3447.66	4830.37	6314.11	净利润	599.25	735.06	1103.99	1333.83
YoY (%)	71.02%	32.25%	40.11%	30.72%	折旧和摊销	526.79	194.47	221.47	248.47
营业成本	1261.15	1742.72	2425.65	3277.18	营运资金变动	-254.31	-305.22	-560.81	-518.64
营业税金及附加	10.08	13.33	18.67	24.41	经营活动现金流	1104.96	817.45	985.75	1284.76
销售费用	220.21	291.23	408.03	533.37	资本开支	-680.12	-569.01	-569.01	-569.01
管理费用	141.79	187.53	262.74	343.44	投资	76.70	0.00	0.00	0.00
研究费用	57.33	75.82	106.22	138.85	投资活动现金流	-603.38	-550.64	-550.64	-550.64
财务费用	190.40	241.49	269.46	269.46	股权募资	26.63	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	89.10	300.00	0.00	0.00
投资收益	18.37	18.37	18.37	18.37	筹资活动现金流	-497.62	-134.35	-551.97	-610.58
营业利润	699.83	813.92	1237.97	1585.77	现金净流量	3.96	132.46	-116.87	123.53
营业外收支	-1.14	30.99	30.99	30.99	主要财务指标				
利润总额	698.69	844.90	1268.95	1616.76	成长能力 (%)				
所得税	99.45	109.84	164.96	282.93	营业收入增长率	71.02%	32.25%	40.11%	30.72%
净利润	599.25	735.06	1103.99	1333.83	净利润增长率	54.31%	28.38%	46.74%	20.82%
归属于母公司净利润	498.13	639.51	938.39	1133.75	盈利能力 (%)				
YoY (%)	54.31%	28.38%	46.74%	20.82%	毛利率	51.62%	49.45%	49.78%	48.10%
每股收益	0.39	0.51	0.74	0.90	净利率	22.99%	21.32%	22.86%	21.12%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	4.71%	5.45%	7.15%	7.65%
货币资金	137.94	270.40	153.53	277.06	净资产收益率 ROE	13.43%	15.38%	19.49%	20.22%
预付款项	20.69	20.69	20.69	20.69	偿债能力 (%)				
存货	37.17	51.36	71.49	96.58	流动比率	0.79	0.93	1.04	1.17
其他流动资产	2380.84	2997.83	4111.05	5305.62	速动比率	0.77	0.91	1.02	1.14
流动资产合计	2576.63	3340.27	4356.75	5699.94	现金比率	0.04	0.08	0.04	0.06
长期股权投资	875.87	875.87	875.87	875.87	资产负债率	61.34%	60.57%	58.49%	56.53%
固定资产	2818.83	3166.38	3486.93	3780.49	经营效率 (%)				
无形资产	8.69	6.67	4.65	2.63	总资产周转率	0.29	0.31	0.39	0.45
非流动资产合计	7989.55	8395.08	8773.61	9125.15	每股指标 (元)				
资产合计	10566.18	11735.35	13130.36	14825.09	每股收益	0.39	0.51	0.74	0.90
短期借款	912.30	912.30	912.30	912.30	每股净资产	2.94	3.29	3.81	4.44
应付账款及票据	877.43	1212.48	1687.61	2280.06	每股经营现金流	0.88	0.65	0.78	1.02
其他流动负债	1486.95	1477.87	1575.26	1683.85	每股股利	1.69	0.21	0.31	0.38
流动负债合计	3276.68	3602.64	4175.18	4876.20	估值分析				
长期借款	271.00	571.00	571.00	571.00	PE	17.97	14.00	9.54	7.90
其他长期负债	2933.96	2933.96	2933.96	2933.96	PB	4.58	2.15	1.86	1.60
非流动负债合计	3204.96	3504.96	3504.96	3504.96					
负债合计	6481.64	7107.60	7680.14	8381.16					
股本	902.55	902.55	902.55	902.55					
少数股东权益	375.49	471.05	636.64	836.72					
股东权益合计	4084.54	4627.75	5450.22	6443.92					
负债和股东权益合计	10566.18	11735.35	13130.36	14825.09					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

郝暲：SAC NO：S1120521050001。CFA，建筑和建材行业高级研究员。天普大学金融工程硕士，曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。