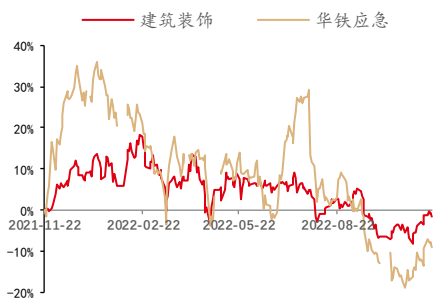


股票投资评级

推荐 | 首次覆盖

个股表现



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

公司基本情况

52周内高	10.32
52周内低	5.92
总市值(亿元)	93.50
流通市值(亿元)	85.10
总股本(亿股)	13.88
A股(亿股)	13.88
—已流通(亿股)	12.63
—限售股(亿股)	1.25

研究所

分析师: 丁士涛
 SAC 登记编号: S1340522090005
 Email: dingshitao@cnpsec.com

研究助理: 刘依然
 SAC 登记编号: S1340122090020
 Email: liuyiran@cnpsec.com

华铁应急 (603300.SH)
轻装上阵迅速扩容, 数字网络化布局提质增效

● 国内建筑设备租赁龙头, 打开第二成长曲线

公司是建筑设备租赁行业领军企业, 重点发力高空作业平台、建筑支护设备租赁和地下维修维护工程业务。2021 年公司营业总收入 26.1 亿元, YOY+71.02%, 归母净利润 4.98 亿元、YOY+54.31%。高空作业平台是公司核心业务, 推动公司扭亏为盈, 目前营收占比高达 52.5%。未来公司将继续以租赁业务为核心, 打造一体化经营模式。

● 高空作业平台: 市场需求扩容, 打造增长引擎

对比美国成熟市场, 国内高空设备人均保有量和市场集中度存在较大提升空间。高空设备主要应用于建筑后周期市场, 受新开工面积影响较小。由于兼具安全性和经济性, 高空设备正在替代传统建筑支护设备。我们预计, 2021-2025 年国内高空设备租赁市场规模将由 92 亿元增至 305 亿元, CAGR+34.7%。

● 轻资产模式助力公司扩容增益

高空作业平台有效提高公司盈利水平, 但重资产模式下设备折旧成本偏高, 截至 21 年资产负债率已上升至 61.3%。因此公司推动轻资产模式, 先后与热联集团、徐工广联、苏银金租等合作, 借助国有企业低成本融资优势, 加快业务扩张节奏。22 年上半年徐工广联和苏银金租分别新增设备 1539/534 台, 持续助力公司扩充规模。

● 线上线下双重布局, 加快数字网络化进程

公司不断深化全国线下网点布局, 已设立 150+运营中心, 服务 400+城市, 通过扩展服务半径减少运输成本, 增强客户粘性; 同时公司积极推动业务数字化转型, 通过与蚂蚁链合作研发 T-box 以及自行打造“擎天”系统, 加强设备管理并优化业务流程。目前设备管理效率已提升 35%, 电子签约比率提升至 99%, 应收账款回款率提升 20%。

● 盈利预测与投资建议

看好公司在国内建筑设备租赁需求增长下主营业务将迎来发展机遇。我们预计 22-24 年营业收入 35.61/46.50/59.09 亿元, 归母净利润 6.10/8.81/11.75 亿元。按照 2022 年 11 月 18 日收盘价计算, 22-24 年对应 PE 15.3/10.6/8.0 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

● 风险提示

租赁市场需求不及预期; 网点布局不及预期; 租赁价格下滑。

盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,606.86	3,561.25	4,650.24	5,908.82
增长率 (%)	71.0%	36.6%	30.6%	27.1%
归属母公司净利润 (百万元)	498.13	610.32	880.94	1,174.99
增长率 (%)	19.1%	22.55%	44.34%	33.38%
毛利率 (%)	51.62%	50.66%	51.16%	51.16%
净利率 (%)	19.1%	17.1%	18.9%	19.9%
EPS (元/股)	0.36	0.44	0.63	0.85
市盈率 (P/E)	18.78	15.32	10.62	7.96
ROE	13.43%	12.74%	17.20%	20.62%

数据来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所预测
注：股价为 2022 年 11 月 18 日收盘价

目录

1 国内建筑设备租赁龙头，打开第二成长曲线.....	6
1.1 深耕设备租赁十余年，业内首家上市公司.....	6
1.2 积极拓展业务版图，多次定增强化业务布局.....	6
1.3 以租赁为核心，打造一体化经营模式.....	8
1.4 依托传统主业，积极整合完善布局.....	8
1.5 高空作业平台成为公司增长新引擎.....	10
2 高空作业平台：市场需求扩容，打造增长引擎.....	12
2.1 对标美国成熟阶段，国内市场潜力巨大.....	12
2.2 设备需求空间广阔，租赁模式成为主流.....	15
2.3 多重利好推动租赁商扩容，市场规模有望突破 300 亿.....	19
3 轻资产模式助力公司扩容增益.....	21
3.1 轻资产模式为公司发展减轻负重.....	21
3.2 加快合作模式落地，解决融资成本较高问题.....	22
4 线上线下双重布局，加快数字网络化进程.....	23
4.1 深化线下网点布局，集中服务中小客户.....	23
4.2 数字化转型赋能业务发展，流程优化提升经营效率.....	24
4.3 激励机制全面覆盖，助力公司持续发展.....	25
5 盈利预测与投资建议.....	26
5.1 收入预测.....	26
5.2 利润预测.....	26
6.3 投资建议.....	27
6 风险提示.....	27

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权架构 (截至 2022Q3)	7
图表 3: 公司历次非公开发行股票结果.....	7
图表 4: 公司经营模式.....	8
图表 5: 公司建筑支护设备的主要产品.....	9
图表 6: 公司不同类型高空作业平台	9
图表 7: 多场景地下维修维护.....	10
图表 8: 2013-2022Q3 公司营业总收入及增速.....	10
图表 9: 2013-2022Q3 公司归母净利润及增速.....	10
图表 10: 2016-2022H1 公司各业务营业收入 (亿元)	11
图表 11: 2022H1 公司主营业务营收占比	11
图表 12: 2016-2022H1 公司各业务毛利 (亿元)	11
图表 13: 2022H1 公司主营业务毛利占比	11
图表 14: 2016-2022Q3 公司毛利率和净利率.....	12
图表 15: 2016-2022Q3 公司各项期间费率	12
图表 16: 2011-2021 美国高空作业平台租赁市场收入规模及增速.....	12
图表 17: 2011-2017 美国高空作业平台租赁收入占比.....	13
图表 18: 2011-2017 美国单位高空设备租赁收入及增速.....	13
图表 19: 2017-2021 年中美高空作业平台保有量.....	13
图表 20: 2017-2021 年中美建筑业人均高空设备保有量.....	13
图表 21: 近十年美国高空作业设备使用率变化	14
图表 22: 近五年国内高空作业设备租用率变化	14
图表 23: 2021 年北美高空作业设备租赁商 GR10.....	15
图表 24: 2021 年北美 Top10 租赁商高空设备保有量.....	15
图表 25: 2021 年中国高空作业设备租赁商 GR5	15
图表 26: 2021 年中国租赁商高空设备保有量 (台)	15
图表 27: 2021 年世界各国城镇化率.....	16
图表 28: 2021 年国内各类存量房套数.....	16
图表 29: 高空作业平台后周期市场应用场景	16
图表 30: 2016-2021 年国内建筑从业人数及增速.....	17
图表 31: 2012-2020 年国内建筑业人员平均工资.....	17
图表 32: 脚手架和高空作业平台对比.....	17
图表 33: 2021 年全国房屋市政工程生产安全事故比重	18
图表 34: 不同作业场景下专业高空作业平台	18
图表 35: 国家安全生产相关条例.....	18

图表 36: 各国采购高空作业设备平均回本周期	19
图表 37: 各类型高空作业平台租用价格	19
图表 38: 2016-2021 年头部建筑设备租赁公司毛利率	19
图表 39: 2016-2021 年头部建筑设备租赁公司净利率	19
图表 40: 2018-2021 年国内高空作业平台租赁市场占比	20
图表 41: 全球高空作业平台市场均价走势	20
图表 42: 国内高空作业平台市场规模测算	20
图表 43: 布局高空作业平台后公司经营周转能力变化	21
图表 44: 布局高空作业平台后公司盈利水平变化	21
图表 45: 2020-2022H1 公司高空作业平台收入及占比	21
图表 46: 2020-2022H1 公司高空作业平台保有量及占比	21
图表 47: 布局高空作业平台后公司资产负债率变化	22
图表 48: 2021 年公司成本构成	22
图表 49: 公司轻资产合作经营模式	23
图表 50: 公司全国线下网点布局模式	23
图表 51: 公司各类客户数量占比	24
图表 52: 公司各类客户营收占比	24
图表 53: “擎天”数字系统覆盖全业务流程	25
图表 54: T-box 功能及衍生场景	25
图表 55: 公司历次激励计划	25
图表 56: 盈利预测	26
图表 57: 可比公司估值	27

1 国内建筑设备租赁龙头，打开第二成长曲线

1.1 深耕设备租赁十余年，业内首家上市公司

公司成立于 2008 年，主要从事钢结构支撑设备的租赁业务，在发展过程中逐渐成长为行业领军企业。随着市场需求的上升，公司进行了相关业务的拓展，曾从事融资租赁、商业保理和云计算服务器的租赁业务。2015 年公司登陆上海证券交易所，成为业内首家上市公司。此后公司将战略目标定位于城市运维领域，开始对相关业务进行调整。2019 年公司推出“大黄蜂”品牌，并陆续收购恒铝科技和浙江吉通，布局高空作业平台及地下维修维护领域，目前已位居行业第一梯队。公司注重线上和线下领域的协同发展，通过布局全国 300 多个网点拓展线下渠道，并通过打造“擎天”系统完善线上数字化管理系统，提升经营管理效率。

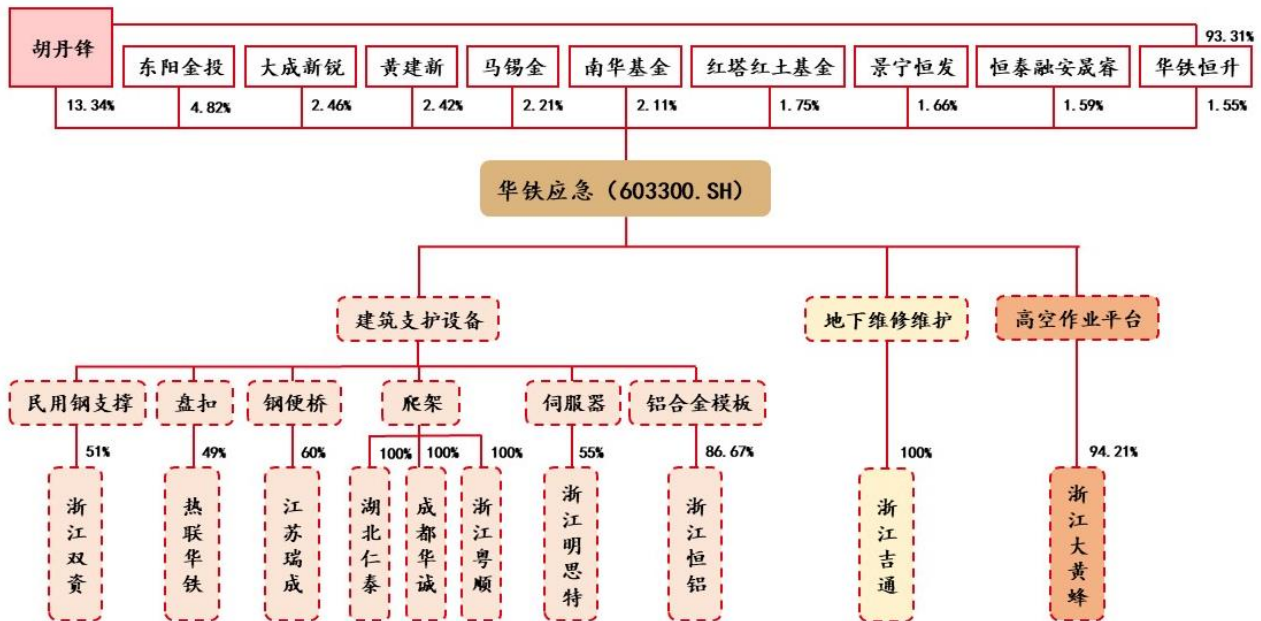
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.2 积极拓展业务版图，多次定增强化业务布局

2019 年以来公司积极通过收购子公司完善业务结构，通过成立大黄蜂和收购浙江吉通，将传统支护设备租赁业务拓展至高空作业平台和地下维修维护业务。2021 年公司收购浙江恒铝、浙江粤顺和湖北仁泰，发力铝合金模板和爬架领域，巩固建筑支护设备租赁服务的领军地位。为优化公司资产负债结构，公司积极探索轻资产的经营模式，先后与热联集团和东阳城投合作成立子公司热联华铁和城投华铁。

图表2：公司股权架构（截至 2022Q3）


资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

公司通过三次定向增发支持设备租赁业务。2018 年公司完成首次定增，以 7.56 元/股的价格增发 4920.63 万股，募集资金 3.72 亿元，用于升级建筑安全支护设备租赁服务能力；2020 年公司完成第二次定增，以 5.52 元/股的价格增发 1.99 亿股，募集资金 10.99 亿元，其中 7.9 亿元用于升级高空作业平台租赁服务能力；2022 年公司完成第三次定增，以 4.80 元/股的价格增发 1.25 亿股，募集资金 6.0 亿元，用于补充流动资金。

图表3：公司历次非公开发行股票结果

定增时间	认购对象	认购数量 (万股)	发行价格 (元/股)	募集资金 (亿元)	募集用途
2018/3/9	东海基金管理有限责任公司 黄建新 屠榕皓	4920.63	7.56	3.72	升级建筑安全支护设备租赁服务并扩建项目
2020/8/22	扬中市徐工产业投资合伙企业 南华基金管理有限公司 红塔红土基金管理有限公司 范永明 中联重科股份有限公司 吴丽敏 马锡金	19927.54	5.52	10.99	7.9 亿元用于升级高空作业平台租赁服务能力并扩建项目；3.0 亿元用于偿还公司及子公司银行贷款
2022/10/13	浙江华铁大黄蜂控股有限公司	12500	4.80	6.00	补充流动资金

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 以租赁为核心，打造一体化经营模式

公司采用以租赁为核心，“采购+资产管理+租赁+服务”一体化的经营模式。自成立以来，公司主要从事建筑设备租赁业务，当前已经形成高空作业平台租赁服务、建筑支护设备租赁服务、地下维修维护服务三位一体的业务布局，广泛应用于建筑施工、市政工程和轨道交通建设、水利工程项目等领域。公司不断扩充网点实现全国渠道布局，并打造数字化平台为网点集中赋能，提升管理效率。经过长期发展，公司已成为国内头部设备租赁企业之一。

采购模式：公司与国内外知名品牌供应商保持长期稳定合作，能够确保采购设备及时和充足的供应，不仅能够有效控制成本，还能对质量指标进行选择，形成精准采购。

资产管理：公司将设备管理与物联网技术集合，对出租设备使用状态进行远程监控、数据分析、资产调度等监管动作，实现了资产全生命周期管理，优化了产品出租率和资产处置效益。

设备出租及服务：公司具备专业租赁队伍，通过小程序等渠道结合服务网点，实现线上线下有效结合，形成能覆盖 400 多个城市的营销服务能力，并结合领先的技术优势提供售后服务。

图表4：公司经营模式







资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.4 依托传统主业，积极整合完善布局

1.4.1 建筑支护设备租赁业务

建筑支护设备租赁是公司的传统主业，设备梯队规模在同业公司中处于首位。建筑支护设备包括地铁钢支撑、民用钢支撑、铝合金模板、盘扣式脚手架、贝雷片、伺服轴力系统和集成式升降操作平台等，也为客户提供成套方案优化以及深基坑维护等专业服务。其中，钢支撑和铝合金模板是公司建筑支护设备租赁的核心产品。

图表5：公司建筑支护设备的主要产品

钢支撑		钢支撑指运用钢管、H 型钢、角钢等增强工程结构的稳定性。目前钢支撑在地铁、基坑围护方面被广泛应用。优点在于结构设计合理，实际安装拆卸方便，实际操作快捷安全，使工程成本大大降低，本身的适用范围广，且交通运输方便。
铝合金模板		铝合金模板是指按模数制作设计，经专用设备挤压后制造而成的型材，并根据建筑结构图纸尺寸配模生成后形成的模板系统。
盘扣		盘扣支架是采用外径 60mm，壁厚 3.2mm，Q345A 材质无缝钢管加工制作的作为立杆承担主要承重的支架体系。产品优势包括功能性齐全、应用广、安全性好、使用寿命长、空间性大等。
贝雷片		贝雷片又称贝雷架，贝雷梁或桁架，可用于公路桥梁，拼装龙门吊车，导梁，架桥机，吊篮等。贝雷片具有结构简单、运输方便、架设快捷、载重量大、互换性好、适应性强的特点。

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.4.2 高空作业平台租赁业务

公司重点布局高空作业平台租赁业务，并将依托该品类形成线上线下一体化作为战略方向。公司的高空作业平台主要租赁产品包括剪叉车、曲臂车和直臂车，可以运用于房屋修缮、外墙修缮、工程施工、场馆建设、市政绿化、影视拍摄等多元化场景，具有施工效率高、作业速度快、安全性好、节能环保等特点。

图表6：公司不同类型高空作业平台

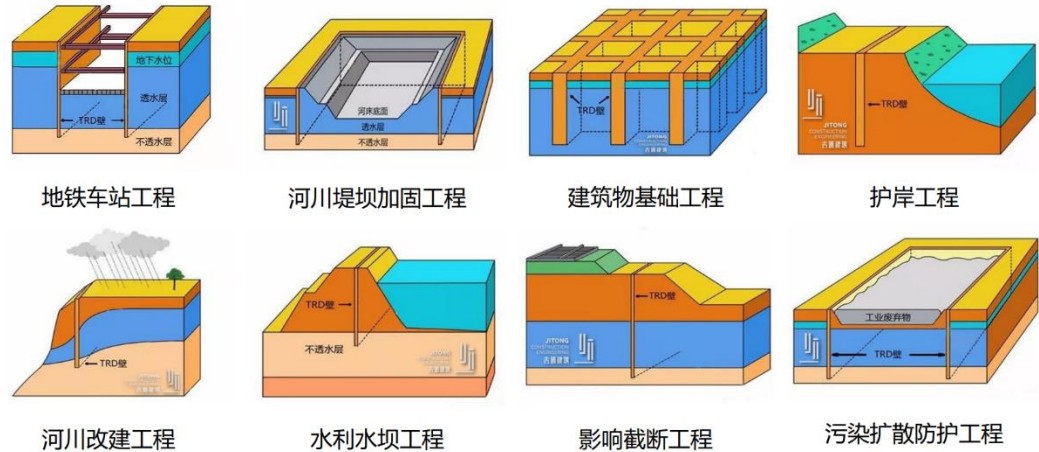
			
剪叉车 (4/5/6/8/10/12/14米)	越野剪叉 (16米)	直臂车 (柴油:18-56米) (电动:20-28米)	曲臂车 (柴油:14-25米) (电动:14-20米)

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.4.3 地下维修维护工程业务

公司地下维修维护工程微创施工技术领先于行业，为地铁、隧道、城市管廊、地下商业、地下停车场等大型基础设施地下空间的安全施工及后期维修维护提供一站式解决方案。2019 年公司浙江吉通，开始布局地下维护业务。浙江吉通拥有 IMS 工法、IMJS 工法、TRD 工法等行业内领先技术优势，并将 TRD 工法开创性地升级为 TAD 工法，巩固了公司在行业内的领先地位。

图表7：多场景地下维修维护



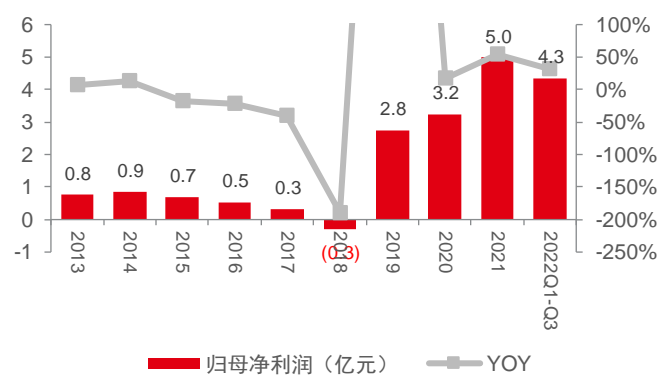
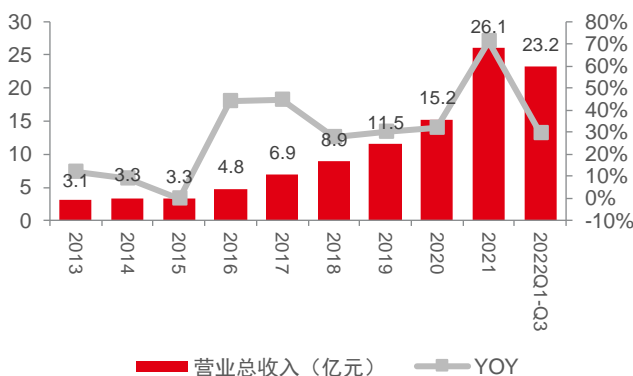
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.5 高空作业平台成为公司增长新引擎

高空作业平台驱动公司业绩扭亏为盈。2013-2021 年公司营业总收入由 3.1 亿元增长至 26.1 亿元，CAGR 高达 30.7%。其中 2016-2018 年公司在商业保理和云计算服务器等领域进行探索，收入增速明显，但由于与主营业务相关度较低，对利润造成负面影响，归母净利润由 0.5 亿元下降至 -0.29 亿元。2019 年公司调整主营业务方向，发力高空作业平台领域，当年归母净利润回升至 2.8 亿元，并于 2021 年增长至 5.0 亿元。2022 年公司秉承以设备租赁为主的战略规划，收入及利润均延续前期良好态势，截至第三季度公司营业总收入为 23.2 亿元，YOY+29.6%，归母净利润为 4.34 亿元，YOY+31%。

图表8：2013-2022Q3 公司营业总收入及增速

图表9：2013-2022Q3 公司归母净利润及增速



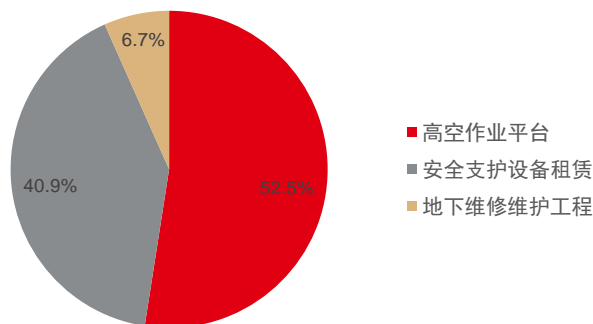
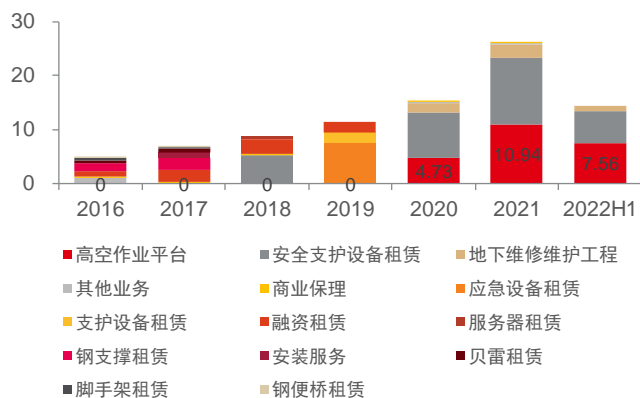
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

业务结构逐渐优化，聚焦三位一体布局。随着2019年公司推出大黄蜂品牌，并通过收购恒铝科技及浙江吉通布局高空作业平台及地下维修维护领域，营收和利润随着业务结构优化持续走强。截至2022年上半年，高空作业平台营业收入为7.56亿元、占比52.25%，毛利为3.35亿元、占比51.6%。公司目前全力聚焦高空作业平台租赁服务、建筑支护设备租赁服务、地下维修维护服务，形成了三位一体的布局。

图表10: 2016-2022H1 公司各业务营业收入 (亿元)

图表11: 2022H1 公司主营业务营收占比

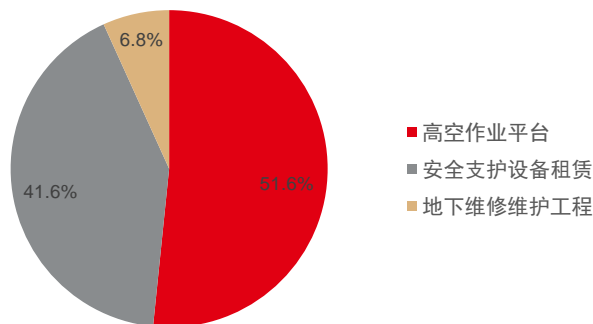
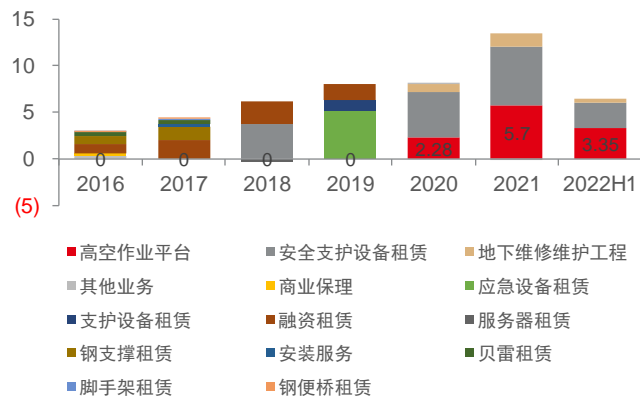


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表12: 2016-2022H1 公司各业务毛利 (亿元)

图表13: 2022H1 公司主营业务毛利占比

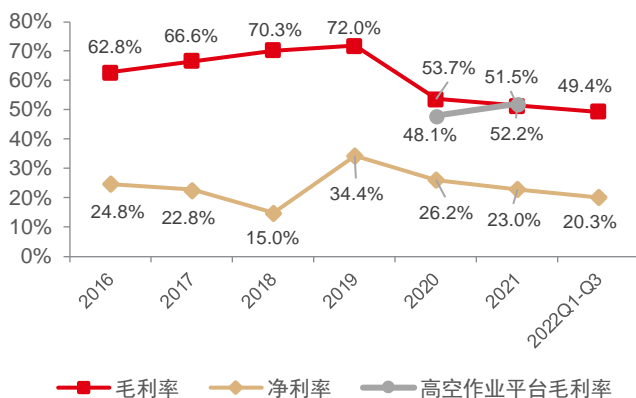


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

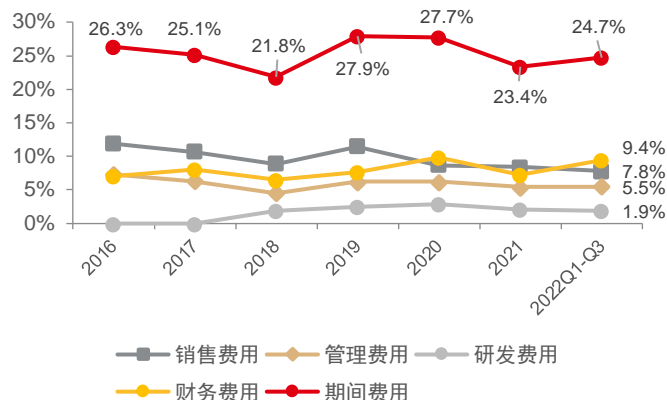
期间费率稳定改善，高空作业平台保持高毛利水平。随着公司收入规模逐渐增大，期间费率小幅下降，2019-2022H1 公司期间费率由 27.9% 降至 24.7%。2020-2021 年高空作业平台年毛利率分别为 48.1%/51.5%，与公司整体毛利率水平相当。

图表14：2016-2022Q3 公司毛利率和净利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表15：2016-2022Q3 公司各项期间费率



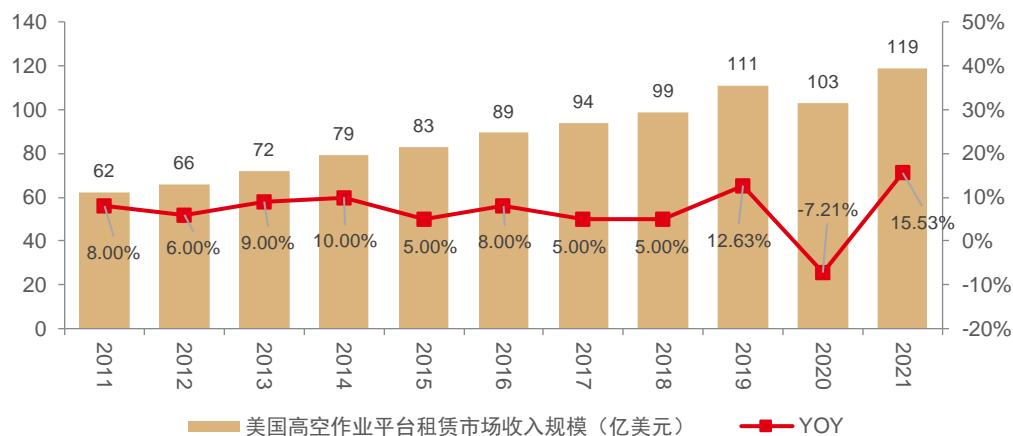
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 高空作业平台：市场需求扩容，打造增长引擎

2.1 对标美国成熟阶段，国内市场潜力巨大

美国高空作业平台租赁行业已进入稳定发展的成熟阶段。美国高空作业平台的应用起源于上世纪，随着美国城镇化率增长见顶，高空设备租赁收入增速放缓，近年一直保持在 5%-10% 区间。2021 年美国高空作业平台租赁收入为 119 亿美元，同比增长 15.5%，高增速主要是受疫情影响，未来增速将趋于平稳。

图表16：2011-2021 美国高空作业平台租赁市场收入规模及增速

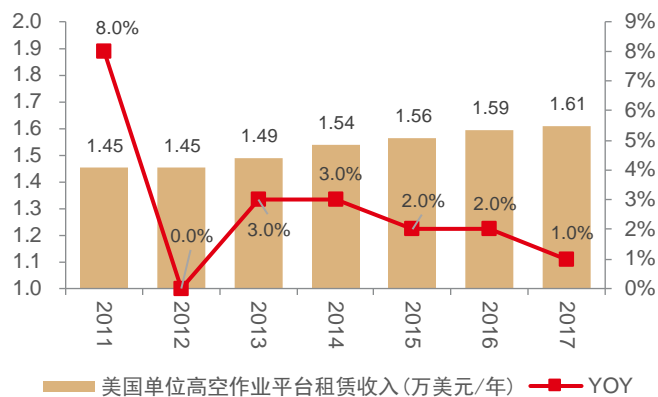
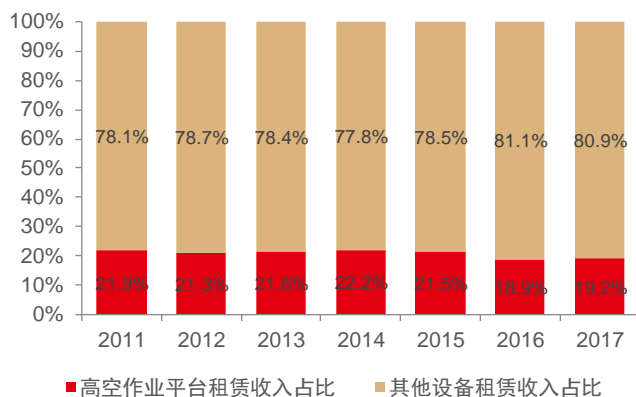


资料来源：IPAF，华经产业研究院，中邮证券研究所

美国高空设备租赁收入占比和单位设备租赁收入均保持稳定。根据 IPAF 报告数据，2011-2017 年美国高空作业平台占建筑设备租赁收入比重稳定在 19%-22% 区间。历经 2008-2010 行业上升期后，单位设备租赁收入增速从高点回落，开始以每年 1%-3% 的速度平稳增长。2017 年单位设备租赁收入为 1.61 万美元，较 2011 年仅上涨 11%。

图表17: 2011-2017 年美国高空作业平台租赁收入占比

图表18: 2011-2017 年美国单位高空设备租赁收入及增速



资料来源: IPAF, 中邮证券研究所

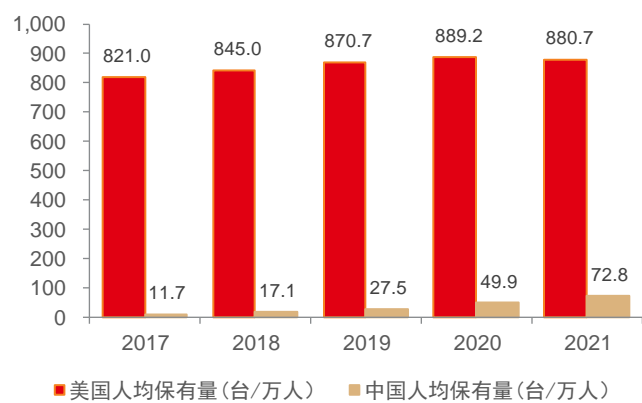
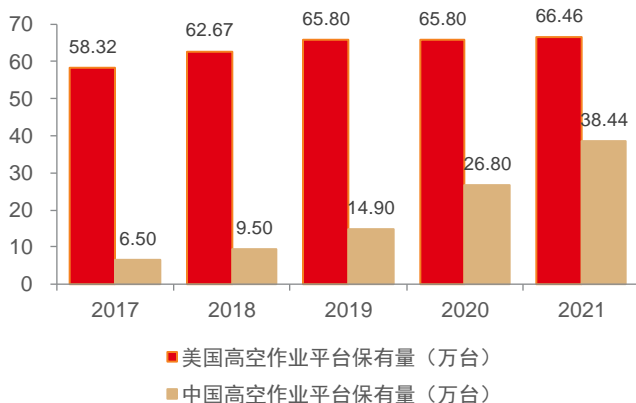
资料来源: IPAF, 中邮证券研究所

2.1.1 国内高空作业平台保有量具有较大上升空间

中国高空作业平台保有量具备较大上升空间。2021 年美国高空作业平台保有量高达 66.46 万台，2017-2021 年 CAGR 为+3.3%；2021 年建筑行业人均保有量为 880.7 台/万人，2017-2021 年 CAGR 仅为+1.8%，总量和人均都呈现“大规模+低增速”的特点。2021 年国内高空作业平台保有量为 38.44 万台、仅为美国的 58%，2017-2021 年 CAGR 高达+55.9%；建筑行业人均保有量为 72.8 台/万人、仅为美国的 8.3%，2017-2021 年 CAGR 高达+57.8%。国内高空作业平台市场处于起步阶段，人均保有量远低于美国，未来具备较大上升空间。

图表19: 2017-2021 年中美高空作业平台保有量

图表20: 2017-2021 年中美建筑业人均高空设备保有量



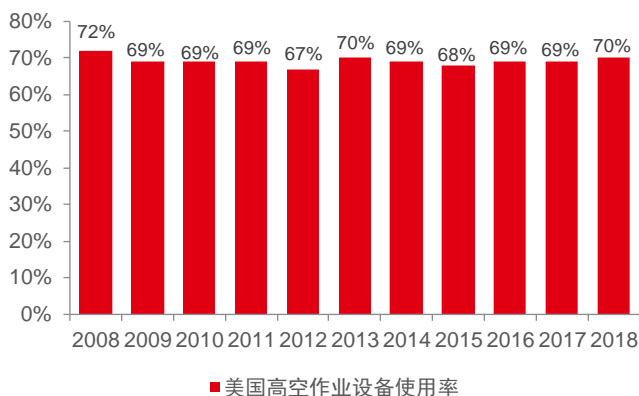
资料来源: IPAF, 华经产业研究院, 中邮证券研究所

资料来源: IPAF, 华经产业研究院, 中邮证券研究所

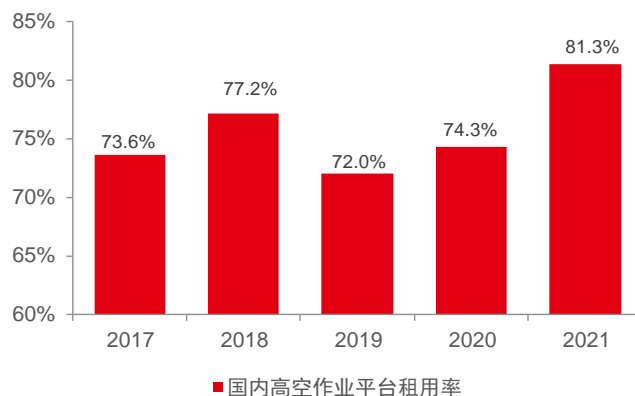
2.1.2 高租用率有望带动国内梯队规模扩张

国内设备租用率处于高位且持续攀升，将带动梯队规模迅速扩张。高空作业设备耐用程度较高，产品使用寿命较长。中小公司往往通过提升频繁出租来提高周转效率，缩短回本周期。当设备租用率超过 70%，租赁商通过持续增加设备扩张业务。我们以设备使用率作为参考，在美国成熟市场中，高空作业设备使用率长年稳定在 70%左右，具备充足时间进行维护。而国内市场处于起步阶段，租赁业务需求频繁，设备租用率持续升高，截至 2021 年已增至 81.3%。预计国内行业进入成熟期前，行业保有量将在高租用率带动下大幅增长。

图表21：近十年美国高空作业设备使用率变化



图表22：近五年国内高空作业设备租用率变化



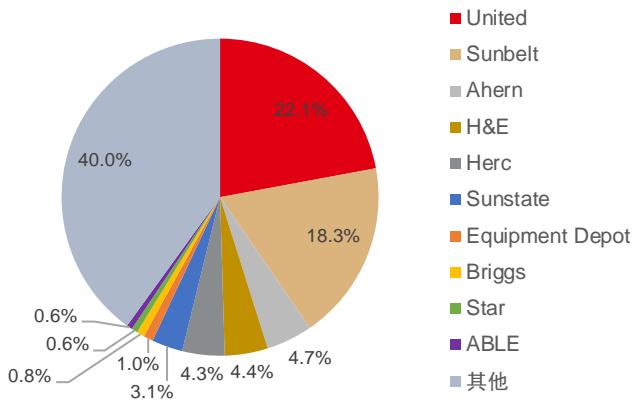
资料来源：IPAF，中邮证券研究所

资料来源：华经情报网，中邮证券研究所

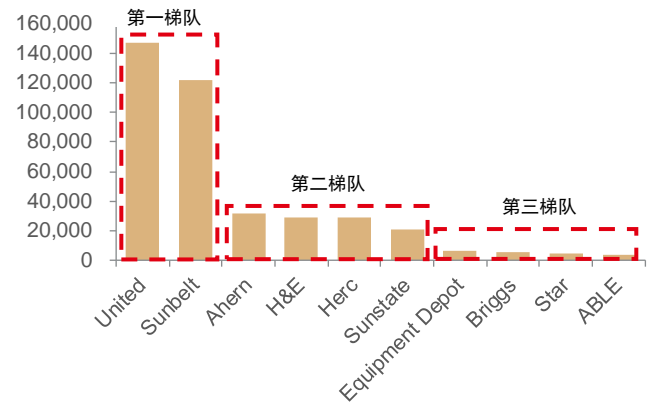
2.1.3 国内高空设备租赁行业市场集中度有待提升

美国高空设备租赁行业头部集中趋势明显，双寡头垄断租赁市场。根据 AHL 数据，2021 年美国 Top2 高空作业平台租赁商为 United Rentals 和 Sunbelt Rentals，设备保有量分别为 14.67/12.18 万台，位列第一梯队，与第二梯队的 Ahern、H&E 和第三梯队的 Depot、Briggs 等公司拉开较大差距。2021 年美国高空作业平台租赁市场 CR2 为 40.4%，CR10 为 60%，呈现头部公司高集中度的行业格局。

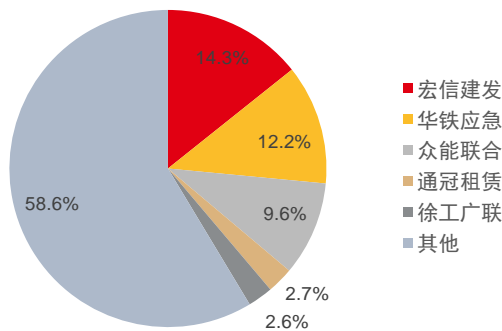
国内市场集中度有待提升，将呈现强者恒强局面。根据 Access50 和华铁应急 2021 年年报数据，2021 年宏信建发、华铁应急和众能联合高空作业平台保有量分别为 5.49/4.70/3.70 万台，位居国内市场前三名，与第二梯队企业如通冠租赁、徐工广联等拉开较大差距。国内高空作业平台租赁市场 CR3 为 36.0%，CR5 为 41.4%，同样呈现头部集中趋势，但较美国成熟市场集中度尚有一定差距。截至 20 年国内租赁商数量总数约 1350 家，其中保有量在 100 台以下的租赁商占绝大部分，其往往在一定区域内经营，设备使用率较高且租赁价格较低，单台设备盈利空间较小。若扩大梯队规模进行业务拓张，原有经营平衡状态将被打破，因此中小型租赁商难以迅速扩充设备保有量。随着国内高空设备租赁需求日益旺盛，头部租赁商将借助资金优势持续扩容，市场集中度有望进一步提升，且与中小企业差距继续扩大，呈现强者恒强的格局。

图表23：2021年北美高空作业设备租赁商CR10


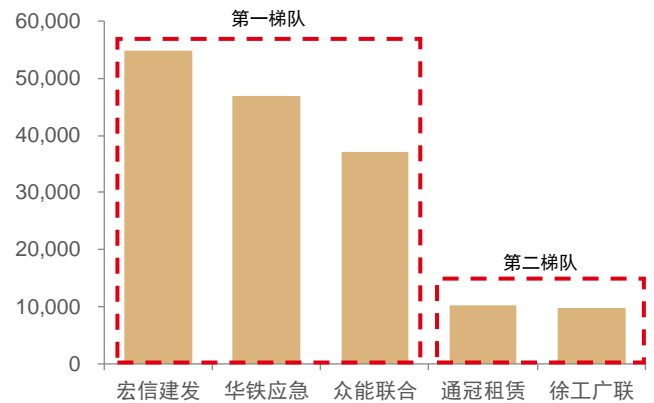
资料来源：ALH，中邮证券研究所

图表24：2021年北美Top10租赁商高空设备保有量


资料来源：ALH，中邮证券研究所

图表25：2021年中国高空作业设备租赁商CR5


资料来源：Acess50，公司公告，中邮证券研究所

图表26：2021年中国租赁商高空设备保有量(台)


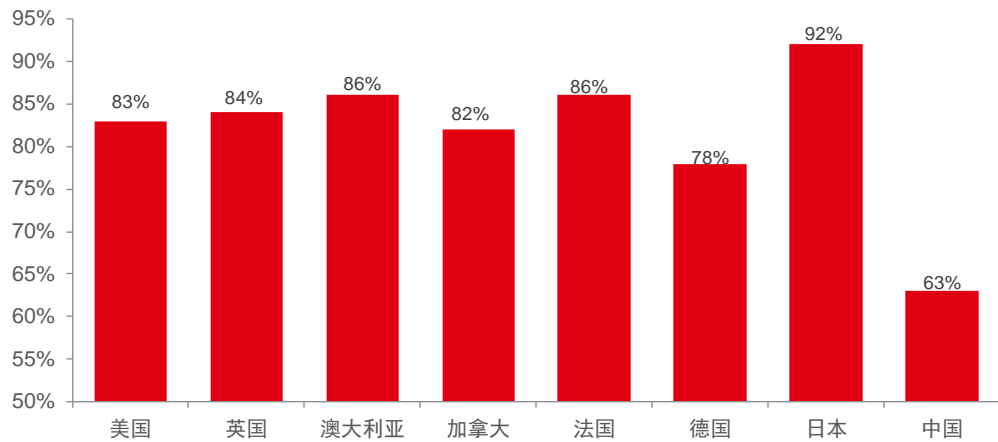
资料来源：Acess50，公司公告，中邮证券研究所

2.2 设备需求空间广阔，租赁模式成为主流

2.2.1 服务建筑行业全周期，高空设备行业增长空间大

根据国家统计局数据，近五年中国宏观经济仍保持快速增长的趋势，城镇化率持续上升。2021年已增长至63%，但相比欧美等发达国家75%以上的水平仍差距较大。预计随着我国经济总量进一步提升，城镇化率将向发达国家平均水平靠拢，建筑设备需求有望加快释放。

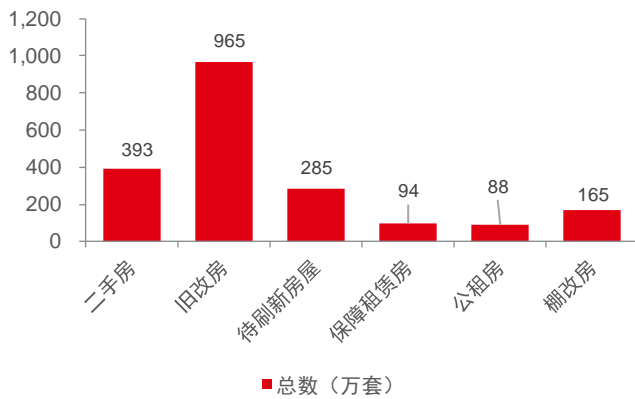
图表27：2021年世界各国城镇化率



资料来源：THEWORLD BANK，中邮证券研究所

重点培育地产后周期，存量房市场贡献市场空间。高空作业设备的应用场景主要为建筑的维修、房屋外立面粉刷和清洁等，受地产新开工影响有限。我国存量房市场空间广阔，下游维护改造需求十分旺盛。根据城乡建设部发布的2021年全国城镇老旧小区改造情况，2021年全国新开工改造城镇老旧小区5.56万个，以70m²/套计算，2021年旧改约为6.8亿m²；刷新市场为285万套，以70m²/套计算，其面积约为2.0亿m²。随着国内房龄中位数的上升以及存量房市场空间不断扩大，房屋改造和维护需求将得到延伸，高空作业类设备市场需求将进一步得到释放。

图表28：2021年国内各类存量房套数



资料来源：《2021年建筑涂料市场回顾及2022年发展展望》，中邮证券研究所

图表29：高空作业平台后周期市场应用场景



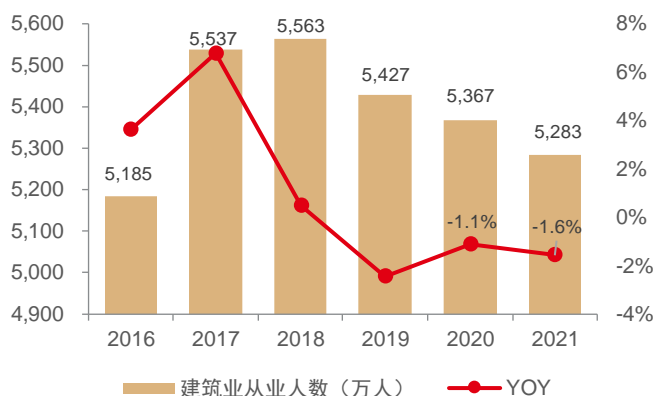
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2.2 “经济+安全”双重驱动，高空设备迭代需求明确

我国建筑行业从业人数持续减少，人工成本持续上升。2021 年国内建筑行业从业人数为 5283 万人，YOY-1.6%，较 2018 年减少 280 万人；2012-2020 年建筑单位就业人员平均工资水平由约 4 万元/年上涨至约 7 万元/年，建筑人员单位成本直线上升。随着国内人口老龄化加重，劳动力缺口逐步扩大导致单位劳动成本抬升，预计将在中长期内加重建筑行业负担。

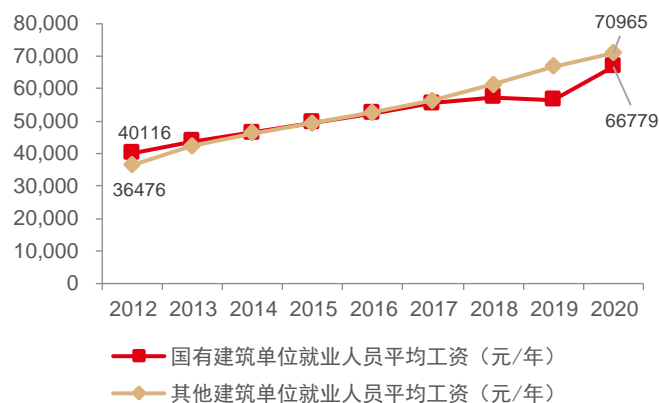
高空作业平台具备经济适用性，可有效替代传统建筑设备。相较于手脚架等传统建筑设备，高空作业平台经济优势明显。每台高空设备仅需 1 人操控，可降低 2/3 人工成本，施工时间有效缩短，替换后单台设备可降低租赁成本约 280 万元。从经济性的角度出发，高空作业设备的普及已经成为国内建筑行业发展的必然趋势。

图表30：2016-2021 年国内建筑从业人数及增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表31：2012-2020 年国内建筑业人员平均工资



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

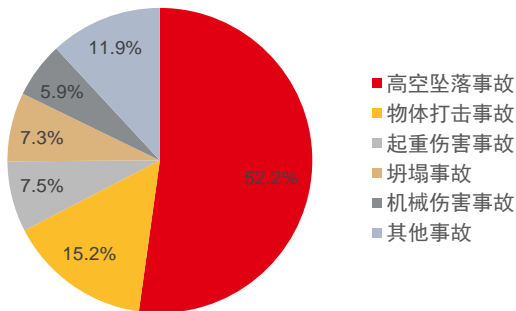
图表32：脚手架和高空作业平台对比

对比项目	传统手脚架	高空作业平台
设备需求量	100 副	100 台
每台设备需求人数	3 人 (1 人施工, 2 人辅助)	1 人
施工时间	4 个月	少于 4 个月 (节约安装时间)
设备租赁费	100 元/月, 合计 4 万	3000 元/月, 合计 120 万
人工费 (5000/人/月)	600 万	200 万
设备租赁总费用	604 万	320 万

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

高空坠落事故占比过半，安全法规推动专业高空设备普及。在全国房屋市政工程安全事故中，高空坠落事故次数占比高达 52%。为督促企业安全施工和生产，国家出台安全生产相关条例进行监督和整改，对安全设施和条件不符合国家规定的单位进行处罚，倡导企业加大安全生产的资金投入，更新应用先进安全生产工艺和技术装备。相较传统吊篮、手脚架等装备，高空作业平台技术更加先进，具有较强的可操作性和安全性，随着国家安全法规和um备要求制度的进一步完善，高空作业平台普及率有望得到提升。

图表33：2021 年全国房屋市政工程生产安全事故比重 图表34：不同作业场景下专业高空作业平台



越野剪叉车



直臂车

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表35：国家安全生产相关条例

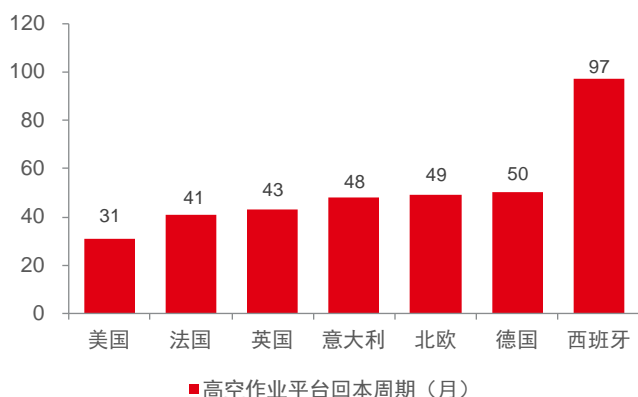
政策名称	政策相关内容
《中华人民共和国刑法》	安全生产设施或者安全生产条件不符合国家规定，因而发生重大伤亡事故或者成其他严重后果的，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处三年以下有期徒刑或者拘役；情节特别恶劣的，处三年以上七年以下有期徒刑。
《全国安全生产专项整治三年行动计划》	企业要保证安全生产条件所必需的资金投入，严格落实安全技术设备设施改造等支持政策，加大淘汰落后力度，及时更新推广应用先进适用安全生产工艺和技术装备，提高安全生产保障能力。
《中华人民共和国安全生产法》	加大对安全生产资金、物资、技术、人员的投入保障力度，改善安全生产条件，提高安全生产水平，确保安全生产。 生产经营单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。

资料来源：各政府官网，中邮证券研究所

2.2.3 高空作业设备租用模式占据主流

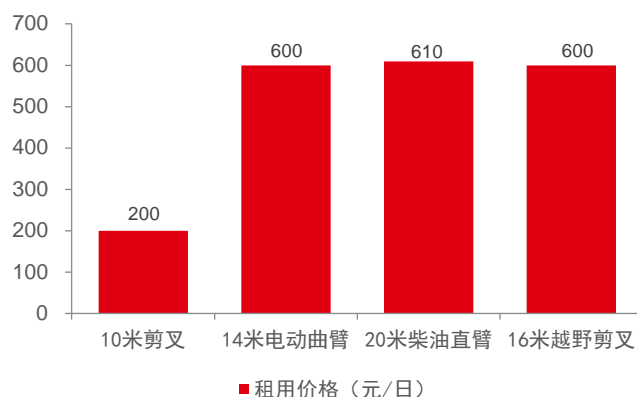
相较直接采购高空作业设备，租赁模式具备灵活性和性价比高的双重优势。由于高空作业设备采购单价较高，大量采购带来的高额成本将掣肘建筑企业发展。以英美等发达国家为例，采购单台高空作业平台的回收周期长达 31-50 个月不等，其中西班牙更是长达 97 个月。而租赁模式可自由选择日租或月租模式，灵活程度较高，且租用单价低廉，具备较高的性价比。预计随着国内建筑市场改造维护需求的释放，高空设备租用模式将进一步得到推广。

图表36: 各国采购高空作业设备平均回本周期



资料来源: IPAF, 中邮证券研究所

图表37: 各类型高空作业平台租用价格



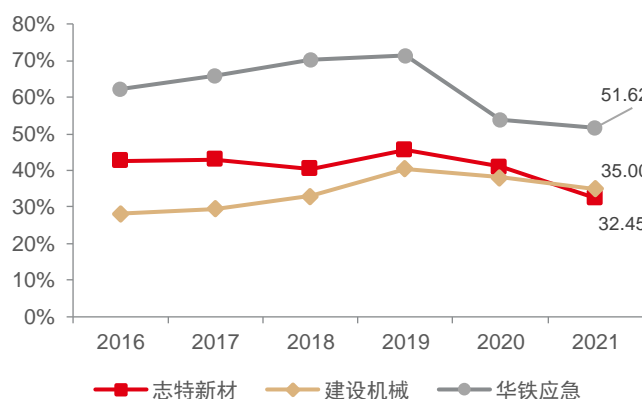
资料来源: 大黄蜂官网, 中邮证券研究所

2.3 多重利好推动租赁商扩容, 市场规模有望突破 300 亿

高空作业平台租赁业务能够提供丰厚盈利空间, 驱动租赁商主动扩大梯队规模。以建筑设备租赁为主业的志特新材、建设机械和华铁应急为例, 近年毛利率和净利率均保持在较高水平: 2021 年三家公司毛利率分别为 32.5%/35.0%/51.6%, 净利率分别为 11.8%/7.9%/23.0%。

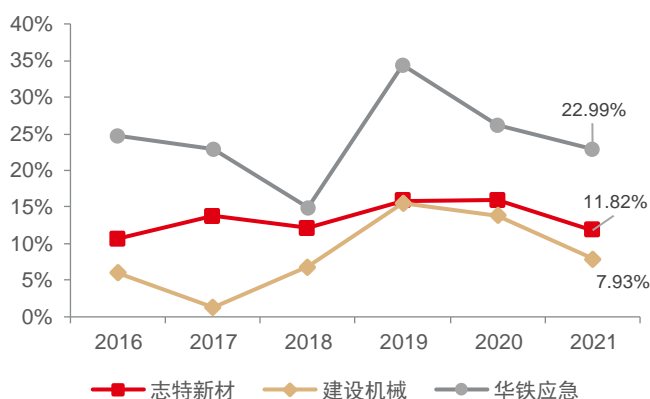
由于购置设备成本较高, 建筑企业倾向于性价比更高的租赁模式, 加之全球高空作业平台均价逐渐回落至合理区间, 为抢占市场空间, 国内租赁商借机加大扩容力度, 高空设备租用比重因此逐年攀升, 2021 年已达到 82.9%, 较 2019 年上升 1.8 个 pct。

图表38: 2016-2021 年头部建筑设备租赁公司毛利率



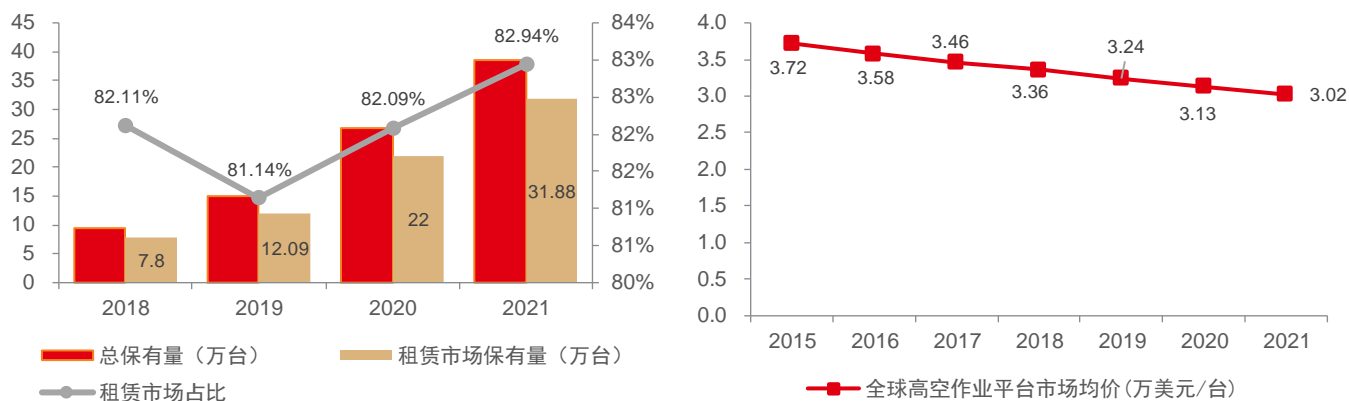
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表39: 2016-2021 年头部建筑设备租赁公司净利率



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表40: 2018-2021年国内高空作业平台租赁市场占比 图表41: 全球高空作业平台市场均价走势



资料来源: 观研天下, 中邮证券研究所

资料来源: 产业信息网, 观研报告网, 中邮证券研究所

2025年国内高空作业平台租赁市场将突破300亿元。以美国高空成熟市场模式为参考, 国内高空作业平台租赁行业将呈现以下特点:

①由于前期市场总保有量基数较小, 因此呈现高增速状态。随着主流租赁商持续扩容, 梯队规模增速有所放缓, 预计2022-2025年国内高空作业平台总保有量为51.89/70.06/91.07/118.40万台;

②租赁市场继续保持主流趋势, 租赁比重将上升至90%的水平, 预计2022-2025年国内租赁商设备保有量为44.11/60.95/81.06/106.56万台;

③中短期内主流租赁厂商持续扩容, 设备出租率将继续保持在85%-90%左右水平;

④随着租赁商设备保有量增加, 设备的租赁价格将继续下降, 但是高出租率和保有量将对冲出租单价下降带来的不利影响。

综合以上因素, 我们预计2022-2025年国内高空作业平台租赁市场规模将分别为129.67/179.57/233.91/304.63亿元。

图表42: 国内高空作业平台市场规模测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
设备保有量(万台)	38.44	51.89	70.06	91.07	118.40
租赁设备保有量(万台)	31.88	44.11	60.95	81.06	106.56
租赁市场占比	82.9%	85.0%	87.0%	89.0%	90.0%
设备出租率	85%	87%	88%	87%	87%
设备租赁均价(元/天)	110	109	108	107	106
租赁市场规模(亿元)	92.40	129.67	179.57	233.91	304.63

资料来源: 中邮证券研究所

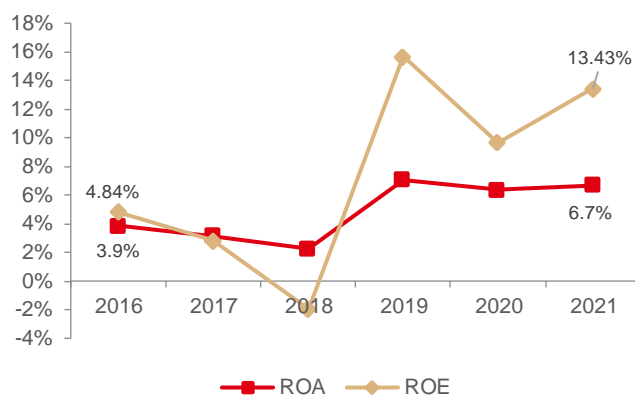
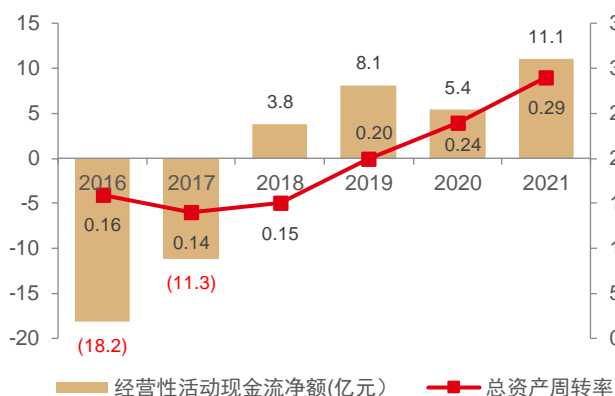
3 轻资产模式助力公司扩容增益

3.1 轻资产模式为公司发展减轻负重

通过打造“大黄蜂”品牌推广高空作业平台业务，经营效率和盈利能力持续提升。2021年总资产周转率为0.29次，较2018年上升93%；2021年公司ROE/ROA分别为13.43%/6.70%，较2018年分别上升15.38/4.41个pct。2022年上半年，公司高空作业平台租赁收入为7.56亿元，占比高达52.46%，成为公司收入的主要来源。受高空设备租赁业务利好影响，公司近年持续扩大设备梯队规模，截至2022年上半年设备保有量已上升至5.9万台，占租赁市场比重逐渐增大。

图表43：布局高空作业平台后公司经营周转能力变化

图表44：布局高空作业平台后公司盈利水平变化

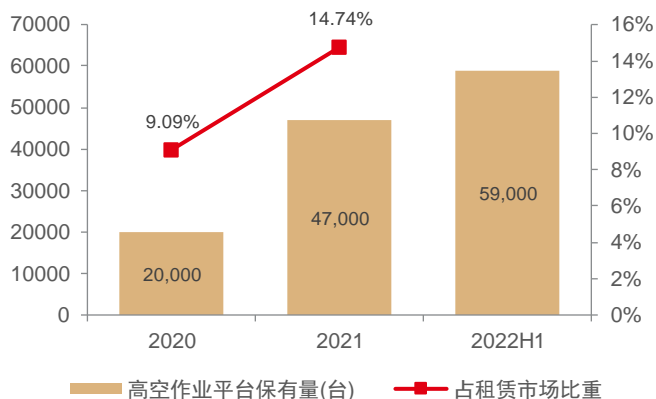
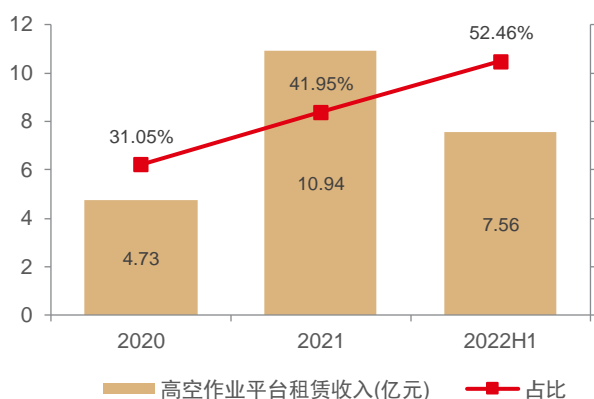


资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表45：2020-2022H1 公司高空作业平台收入及占比

图表46：2020-2022H1 公司高空作业平台保有量及占比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

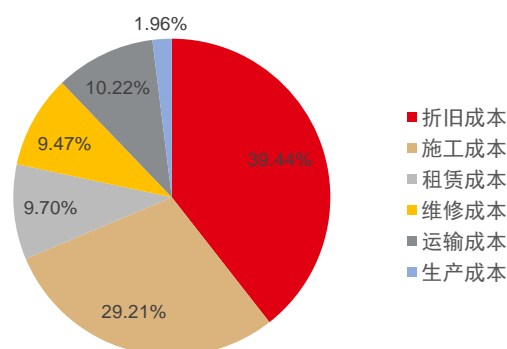
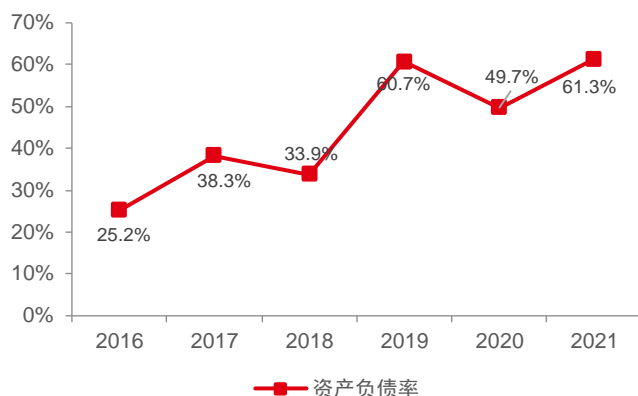
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

轻资产模式助力公司改善资产负债结构。由于高空作业平台租赁行业属于重资产行业，核心成本为保有设备的折旧成本。随着业务规模的持续扩张，资产负债率将逐渐攀升，为公司经营带来负担。为此公司启动轻资产经营模式，在维持经营效率的前提下，通过引入外部资金合

作方，有效解决设备租赁行业依赖大量资金投入的劣势，实现经营规模突破性增长。

图表47：布局高空作业平台后公司资产负债率变化

图表48：2021年公司成本构成



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

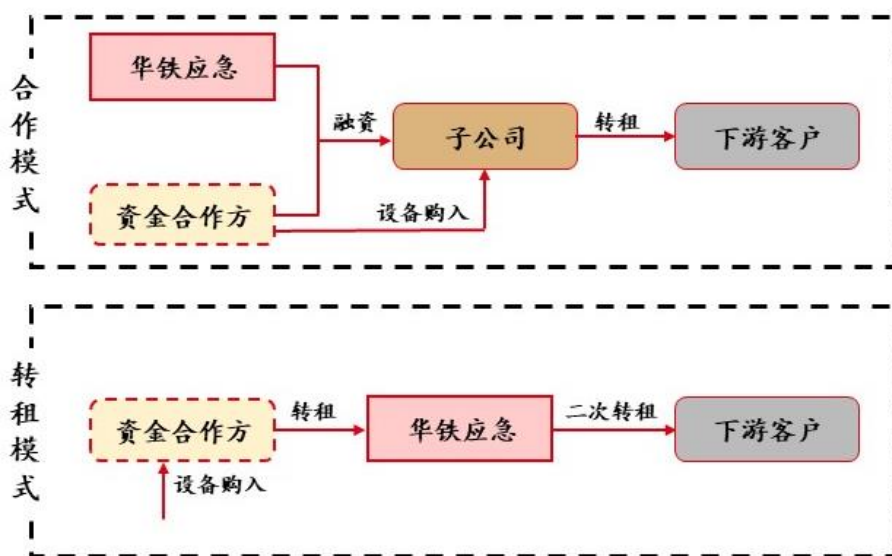
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.2 加快合作模式落地，解决融资成本较高问题

2021年公司轻资产模式创造收入突破1.2亿元。作为民营租赁企业，公司融资成本高于国有同行业公司，因此公司会主动选择国企、地方城投等具备国资背景的企业作为合作伙伴成立合资公司，由合资公司购买设备，公司提供运营管理服务，利用国有企业融资成本较低的优势，加快业务规模扩充节奏。2021年公司与热联集团成立合资公司热联华铁，公司持股比例为49%，由热联集团负责融资并购买设备，公司负责租赁设备的运营工作，双方约定三年投入不少于30亿元购买设备。2022年9月公司宣布将投资4900万元与东阳城投成立合资公司，计划未来管理资产规模不低于15亿元。

借助热联华铁的轻资产合作经验，公司在高空作业平台板块重点推进轻资产“转租”模式，通过资金方出资购买设备，以一定价格转租给公司，由公司进行二次出租。2022年公司与徐工广联达成轻资产合作，合作模式包括但不限于委托运营管理、转租等形式。同年公司与苏银金租进行经营性融资租赁业务合作，继续探索多样化轻资产合作模式。2022年上半年徐工广联和苏银金租分别新增转租设备1539台和534台，随着市场需求逐步回升，后续设备投入节奏有望进一步加快。

图表49：公司轻资产合作经营模式



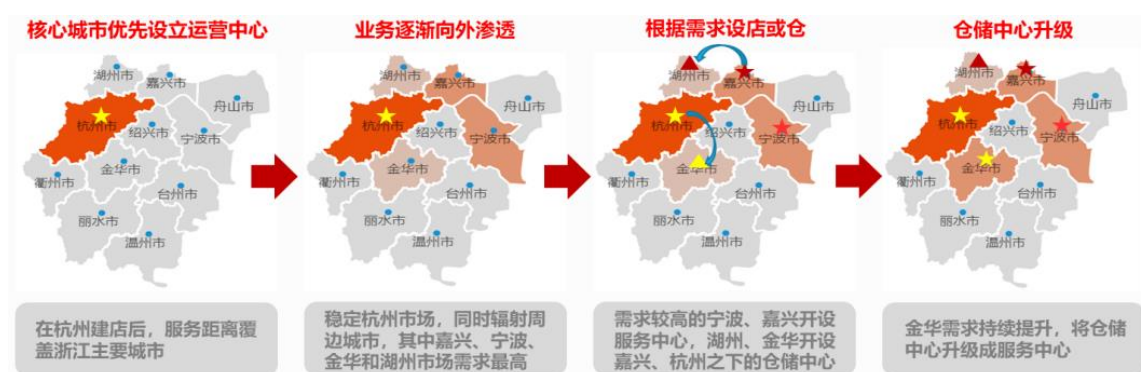
资料来源：公司公告整理，中邮证券研究所

4 线上线下的双重布局，加快数字网络化进程

4.1 深化线下网点布局，集中服务中小客户

在租赁行业中，触达客户和服务客户能力至关重要，是提升资产出租率、增加客户粘度的重要支撑。截至2021年，公司已在北京、郑州、南京、杭州、福州、深圳、武汉、长沙、南宁、成都等全国重点城市设立50余个大型仓储基地，150余个运营中心、服务400余个城市，通过建立完善的营销网络布局，在全国范围内进一步扩展服务半径，并减少运输成本。公司在每个网点配备专项人员，充分了解前端业务需求，以便快速响应订单，为租赁业务打造核心竞争力。

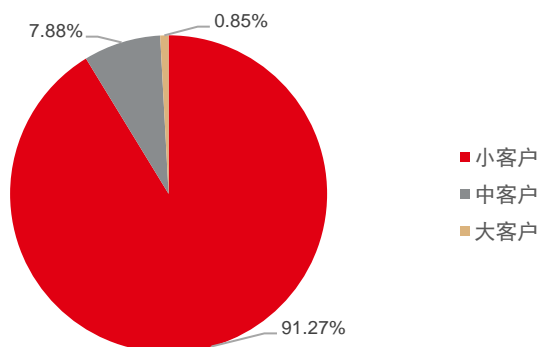
图表50：公司全国线下网点布局模式



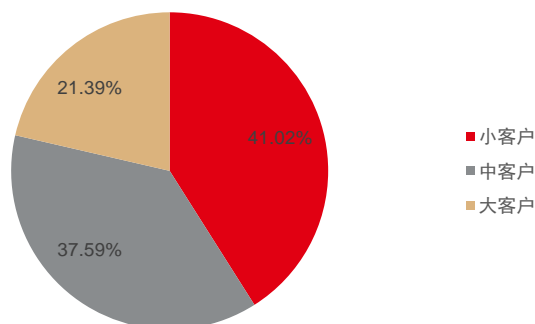
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

网点布局可增强中小客户粘性，为 To C 业务赋能。从回款角度出发，大型客户较为强势，回款能力较差，而中小型客户业务模式较为灵活，周转能力较强，回款及时且稳定；从租金角度出发，大客户议价能力较高，单笔业务利润空间较小。而中小型客户由于租用周期较短，日均租赁价格较高，盈利能力更强。因此相较 To B 业务，To C 业务现金流和利润表现更优，公司高空作业平台租赁业务重点拓展方向为中小客户。得益于全国网点布局和良好的服务口碑，“大黄蜂”品牌效应逐渐显现。截至 2022 年 8 月，公司中小客户数量占比已超过 99%，营收占比超过 78%，有望持续推动公司盈利质量提升。

图表51：公司各类客户数量占比



图表52：公司各类客户营收占比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：累计签订合同金额为 10 万以下的为小客户，10-50 万的为中客户，50 万以上的为大客户

4.2 数字化转型赋能业务发展，流程优化提升经营效率

为配合公司全国线下渠道服务，对网点进行量化考核，公司推出业务 APP “华铁大黄蜂”和内部管理 APP “大黄蜂擎天”，细化物流管理等功能，实现业务流程跟踪，为零配件全生命周期管理打下基础。

自主研发“擎天”系统，实现管理效率最大化。通过数字化转型赋能业务发展，是公司增长的重要支撑。公司数字化团队积极打造“擎天系统”，能够有效协同各职能部门和业务中心。在资产管理方面，公司能够实现设备的全生命周期管理，通过物联网技术远程实时掌控设备状态，确保公司资产安全；在业务管理方面，公司不断推进工作节点的标准化、“结算+财务”数据化，实现业务全链条的高效数字管理。数字智能化系统为公司设备管控、流程优化以及风险管控提供了强有力的支撑，目前公司采购环节和业务环节已实现 100%线上化。

联合蚂蚁链推出可信终端 T-box，推动租赁轻资产模式。在平台化建设方面，公司与蚂蚁链展开合作，联合研发了国内首款工程机械可信终端 T-box，双方基于公司自主研发的 T-box 收集设备数据，将 IOT 物联网技术和区块链技术相结合，借助区块链的不可篡改性和可追溯性建立可信设备追踪信任体系，致力于推动行业数字化发展，打造设备租赁的全新业务模式。在线率和数据传输速度均显著提升，可实时掌控设备的定位、举升次数、载荷、剩余电量、开机时长等信息，为平台化建设提供重要支撑。

图表53：“擎天”数字系统覆盖全业务流程


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表54：T-box 功能及衍生场景


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

截至2021年，公司高空作业平台中后台设备管理效率提升35%，电子签约的比率提升至99%，应收账款回款率提升20%，合同签约时间大幅缩短。我们预计随着公司智能系统的迭代，系统环节不断得到优化，系统赋能效果将持续提升。

4.3 激励机制全面覆盖，助力公司持续发展

公司通过股票、期权、员工持股计划等方式，对公司员工（董事、核心高管、技术和业务人员等）主导实施激励方案，以收入或者利润作为考核目标，充分调动和发挥员工积极性。公司分别在2018/2019/2020年授予公司董事、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，对应年度的考核目标均已实现。2021年公司共实施两期股权激励计划，分别授予812/45人4466/1566万份股票期权，其中部分已行权。同年9月，公司发起员工持股计划，共激励不超过100人，该项员工持股计划已在2021年12月完成购买。

同时，公司还形成了“商机分享-利益分成”机制，通过给予商机提供者一定比例的分成，充分激发员工在内部共享商机的积极性，目前已经获得较好的成效。2022年上半年，线索平台共通过中台自主营销、内部商机分享、400电话、小程序等渠道收到3581单，有效线索占比达92.46%，成功转化比例达32.11%，累计创造营收超过1000万元。

图表55：公司历次激励计划

公告日期	激励形式	数量(万股)	人数	占比	考核目标
2018/6/5	股票	3075	40	3.41%	2018/2019年净利润不低于0.5/0.6亿元
2019/11/21	股票	2226.32	62	2.47%	2019/2020年净利润不低于2.6/3.0亿元
2020/9/24	股票	2334.81	159	2.59%	2020/2021年净利润不低于3.0/3.3亿元
2021/6/22	期权	4465.94	812	4.95%	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。
2021/12/22	期权	1566	45	1.74%	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。
2021/12/11	员工持股计划	1457.63	≤100	1.62%	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 收入预测

我们预计公司 2022-2024 年营业总收入分别为 35.61/46.50/59.0 亿元，YOY+36.60%/+30.58%/+27.06%：

1) 高空作业平台：预计 2022-2024 年营业总收入分别为 17.56/25.18/34.32 亿元，YOY+60.51%/+43.39%/+36.30%：

① 根据上文测算，预计 2022-2024 年国内高空作业平台租赁市场保有量为 44.11/60.95/81.06 万台，YOY+38.4%/+38.2%/+33.0%；2022-2024 年高空作业平台租赁市场规模为 129.67/179.57/233.91 亿元，YOY+40.3%/+38.5%/+30.3%。

② 由于高空设备租赁市场呈现头部集中趋势，头部公司设备保有量增速将超过市场平均水平。公司重点打造将高空平台业务，在轻资产模式加持下设备梯队规模将大幅上升。预计公司 2022-2024 年设备保有量分别为 7.54/10.82/14.74 万台，YOY+60.5%/+43.4%/+36.3%，市场占有率分别为 17.1%/17.7%/18.2%。若公司产品价格保持稳定，收入增速与梯队规模增速保持同步。

2) 建筑支护设备租赁服务：建筑支护安全设备租赁业务为公司核心传统业务，增长速度保持稳定。预计 2022-2024 年营业总收入分别为 15.12/17.95/20.89 亿元，YOY+22.33%/+18.72%/+16.38%。

3) 地下维修维护工程：在先进工法加持下公司地下维修维护业务将保持稳定增长，预计 2022-2024 年营业总收入分别为 2.93/3.37/3.88 亿元，YOY+15.00%/15.00%/15.00%。

5.2 利润预测

预计公司 2022-2024 年毛利率为 50.66%/51.16%/51.16%，考虑公司各项业务经营稳健，毛利率整体保持平稳：

1) 高空作业平台：公司数字化管理带来的降本增效有效对冲行业均价下行带来的损益，预计 2022-2024 年毛利率为 51.00%/52.00%/52.00%。

2) 建筑支护设备租赁服务：传统核心业务经营相对稳健，预计 2022-2024 年毛利率为 50.00%/50.00%/50.00%。

3) 地下维修维护工程：业务规模相对较小，工法优势为业务带来稳定盈利，预计 2022-2024 年毛利率为 52%/51%/50%。

图表56：盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
高空作业平台	4.73	10.94	17.56	25.18	34.32
YOY	-	131.03%	60.51%	43.39%	36.30%
毛利率	53.93%	51.62%	51.00%	52.00%	52.00%

建筑支护设备租赁	8.42	12.36	15.12	17.95	20.89
YOY	-	46.85%	22.33%	18.72%	16.38%
毛利率	58.02%	51.40%	50.00%	50.00%	50.00%
地下维修维护工程	1.88	2.55	2.93	3.37	3.88
YOY	-	35.64%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	50.00%	53.61%	52%	51%	50%
公司营业收入	15.24	26.07	35.61	46.50	59.09
YOY	32.11%	71.02%	36.60%	30.58%	27.06%
毛利率	53.93%	51.62%	50.66%	51.16%	51.16%
归母净利润	3.23	4.98	6.10	8.81	11.75
YOY	17.09%	54.31%	22.55%	44.34%	33.38%
EPS (元)	0.23	0.36	0.44	0.63	0.85

资料来源：公司数据，中邮证券研究所

6.3 投资建议

我们采用相对估值法对公司进行估值，选取高空作业平台制造商浙江鼎力、铝模板租赁龙头志特新材作为可比公司。截至2022年11月18日，根据iFinD一致预期和中邮证券研究所预测，2022E-2024E可比公司平均PE分别为24.4X/18.2X/13.9X。未来公司将继续探索轻资产租赁模式，重点打造高空作业平台业务，随着公司数字智能化改革和全国网点渠道布局的进一步落地，经营效率将得到全面提升。预计公司2022-2024年PE分别为15.3X/10.6X/8.0X，低于可比公司平均水平。我们看好公司在国内建筑设备租赁需求增长下高空作业平台业务、建筑支护设备租赁业务、地下维修维护工程将迎来发展机遇，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表57：可比公司估值

股票代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS				PE			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300986.SZ	志特新材	34.22	56.08	1.53	1.34	1.85	2.59	23.45	26.79	19.39	13.84
603338.SH	浙江鼎力	50.61	253.00	1.75	2.3	2.97	3.65	44.06	22.05	17.02	13.85
	平均							33.76	24.42	18.21	13.85
603300.SH	华铁应急	6.83	93.52	0.36	0.44	0.63	0.85	18.78	15.32	10.62	7.96

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：浙江鼎力22-24年EPS均来自iFinD一致预测，志特新材/华铁应急22-24年EPS为中邮证券研究所预测。

6 风险提示

设备租赁市场需求不及预期：设备租赁行业与下游建筑业强相关，若国内基础设施建设景气度下降，社会固定资产投资放缓，导致行业需求下行，市场扩张或不及预期；

全国网点渠道布局不及预期：若公司因资金压力等原因导致全国网点和销售渠道布局不及预期，将会导致客户服务满意度下降，进而影响整体租金收入；

设备租赁价格大幅下滑：若设备租赁行业头部公司通过价格战抢占市场份额，行业均价将出现下降，公司收入和利润或将受到影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	2,606.86	3,561.25	4,650.24	5,908.82	营业收入	71.02%	36.61%	30.58%	27.06%
营业成本	1,261.15	1,757.14	2,271.28	2,886.10	营业利润	45.14%	23.87%	50.69%	29.30%
税金及附加	10.08	13.76	17.97	22.84	归属于母公司净利润	54.31%	22.52%	44.34%	33.38%
销售费用	220.21	337.33	392.82	499.13	获利能力				
管理费用	141.79	231.10	252.94	321.40	毛利率	51.62%	50.66%	51.16%	51.16%
研发费用	57.33	99.72	102.26	129.94	净利率	19.11%	17.14%	18.94%	19.89%
财务费用	190.40	209.24	227.09	249.84	ROE	13.43%	12.74%	17.20%	20.62%
资产减值损失	0.00	-100.00	-150.00	-200.00	ROIC	8.68%	9.82%	12.60%	14.89%
营业利润	699.83	866.91	1,306.33	1,689.09	偿债能力				
营业外收入	3.57	5.71	7.99	10.39	资产负债率	61.34%	56.09%	56.86%	56.47%
营业外支出	4.70	7.53	10.54	13.70	流动比率	0.79	1.03	1.10	1.22
利润总额	698.69	865.09	1,303.78	1,685.78	营运能力				
所得税	99.45	129.76	229.47	252.87	应收账款周转率	1.47	1.43	1.41	1.38
净利润	599.25	735.33	1,074.32	1,432.92	存货周转率	94.15	99.13	96.57	98.32
归母净利润	498.13	610.32	880.94	1,174.99	总资产周转率	0.29	0.31	0.36	0.41
每股收益(元)	0.36	0.44	0.63	0.85	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.36	0.44	0.63	0.85
货币资金	137.94	160.01	197.51	196.55	每股净资产	2.67	3.45	3.69	4.11
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
应收票据及应收账款	2,158.74	2,947.90	3,788.49	4,904.70	PE	18.78	15.32	10.62	7.96
预付款项	20.69	35.88	41.82	56.03	PB	2.52	1.95	1.83	1.64
存货	37.17	34.68	61.62	58.57	现金流量表				
流动资产合计	2,576.63	3,447.77	4,343.72	5,552.25	净利润	599.25	735.33	1,074.32	1,432.92
固定资产	2,818.83	3,378.83	3,858.83	4,458.83	折旧和摊销	526.79	-53.83	-73.52	-93.67
在建工程	36.45	56.45	77.45	101.45	营运资本变动	-254.31	-781.17	-251.21	-598.74
无形资产	8.69	7.20	5.59	4.04	其他	233.24	292.72	355.69	422.72
非流动资产合计	7,989.55	8,604.22	9,139.83	9,724.97	经营活动现金流净额	1,104.96	193.05	1,105.28	1,163.23
资产总计	10,566.18	12,052.00	13,483.55	15,277.22	资本开支	-680.12	-571.70	-473.21	-576.81
短期借款	912.30	912.30	912.30	912.30	其他	76.74	-72.61	-117.49	-87.53
应付票据及应付账款	877.43	1,172.57	1,515.11	1,932.17	投资活动现金流净额	-603.38	-644.32	-590.69	-664.35
其他流动负债	1,486.95	1,259.71	1,524.41	1,718.11	股权融资	26.63	587.12	0.00	0.00
流动负债合计	3,276.68	3,344.58	3,951.82	4,562.58	债务融资	89.10	210.00	300.00	350.00
其他	205.00	205.00	205.00	205.00	其他	-613.36	-323.78	-777.09	-849.84
非流动负债合计	3,204.96	3,414.96	3,714.96	4,064.96	筹资活动现金流净额	-497.62	473.34	-477.09	-499.84
负债合计	6,481.64	6,759.54	7,666.78	8,627.54	现金及现金等价物净增加	3.96	22.08	37.50	-0.96
股本	902.55	1,387.59	1,387.59	1,387.59					
资本公积金	1,430.98	1,533.07	1,533.07	1,533.07					
未分配利润	1,373.81	1,778.05	1,976.85	2,375.59					
少数股东权益	375.49	500.49	693.87	951.80					
其他	1.70	93.25	225.39	401.64					
所有者权益合计	4,084.54	5,292.45	5,816.77	6,649.69					
负债和所有者权益总计	10,566.18	12,052.00	13,483.55	15,277.22					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。