



江西志特新材料股份有限公司2023年可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

江西志特新材料股份有限公司2023年可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
志特转债	A+	A+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到江西志特新材料股份有限公司（以下简称“志特新材”或“公司”，股票代码：300986.SZ）铝模系统、装配式预制件产能进一步扩张，带动营收规模实现增长。但同时中证鹏元关注到，受需求减少、行业竞争加剧、行业技改等因素影响，导致公司产品租赁单价有所下滑，防护平台整体出租率较低，收入增长的同时毛利率下滑，此外，房地产行业资金面紧张，下游客户回款周期变长，部分客户回款不及预期，2023年公司确认大额资产减值损失，净利润出现亏损；应收账款仍面临较大回收和减值风险；公司总债务大幅增长，经营活动现金流趋紧，债务压力持续加大；募投项目亦面临较大建设资金压力和收益不确定风险。

评级日期

2024年6月26日

联系方式

项目负责人：陈刚
 cheng@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
 zhaoj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	50.23	50.68	39.33	28.51
归母所有者权益	14.87	15.03	13.99	12.32
总债务	23.85	23.04	14.29	8.59
营业收入	4.50	22.38	19.30	14.81
净利润	-0.21	-0.36	1.83	1.75
经营活动现金流净额	-1.08	-4.75	-2.25	1.73
净债务/EBITDA	--	1.54	1.12	0.65
EBITDA 利息保障倍数	--	11.32	22.18	41.47
总债务/总资本	59.56%	58.44%	48.48%	40.00%
FFO/净债务	--	49.75%	75.58%	136.79%
EBITDA 利润率	--	46.56%	55.43%	67.22%
总资产回报率	--	0.81%	7.72%	9.15%
速动比率	0.90	0.98	0.74	0.63
现金短期债务比	0.52	0.58	0.28	0.39
销售毛利率	21.72%	21.49%	30.95%	32.45%
资产负债率	67.77%	67.68%	61.39%	54.79%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司铝模系统、装配式预制件产能进一步扩张，带动营收规模实现增长。**随着海南基地、江门基地新建产能的陆续投产，2023年各产品的产能均实现增长，当期实现营业收入22.38亿元，同比增长15.99%；公司用于租赁的铝模板系统具备规模优势，2023年产量同比增长，出租率保持良好，铝模系统收入同比增长；装配式预制件产销量增加，2023年收入同比增长89.98%。

关注

- **因行业竞争加剧、经营回款有所滞后等因素影响，2023年公司经营出现亏损，应收账款和应收票据面临较大回收和减值风险。**受下游房地产行业下行、需求减少、行业竞争加剧等因素影响，2023年公司产品面临单价下降的压力，毛利率整体下滑。因广东省实施防护平台技改要求，公司需对产品按新规翻新才能在省内出租，导致2023年防护平台出租率下降、毛利率由正转负。2023年公司应收账款同比大幅增长且规模较大，平均账龄有所增长，坏账准备金额大幅增长，应收票据（主要为商业承兑票据）亦增长较快；因下游客户回款周期变长，部分客户回款不及预期，当期计提信用减值损失0.88亿元。受上述因素影响，2023年公司净利润亏损0.36亿元，未来仍面临毛利率下滑风险、应收账款和应收票据面临较大回收和减值风险。
- **公司总债务大幅增长，负债率不断上升，经营活动现金流趋紧，债务压力持续加大。**2024年3月末公司总债务增长至23.85亿元，规模较大且增速较快，杠杆水平抬升，且短期债务占比较高；因近年公司持续扩大生产经营规模，资金需求较大，叠加应收账款平均账龄增长、项目结算回款有所滞后，经营活动现金流持续呈现大额净流出态势，资金压力较大；公司目前经营资金主要依靠外部融资补充，需持续关注公司外部融资环境的变化及对现金流的影响。
- **在建项目面临较大资金压力，需持续关注产能消化情况。**2023年公司变更募集资金投资项目后，募投项目预计总投资规模大幅增长，募集资金不足的部分公司计划通过自筹和少数股东同比例增资的方式解决，尚需投资规模较大，加大公司资金压力；2023年公司产品的产能利用率有所下降，产能扩张后产能消化情况需持续关注。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在模架行业具有一定品牌优势，研发实力较强，未来随着在建产能陆续投产，业务规模有望进一步扩大。

同业比较（单位：亿元、万平方米）

指标	志特新材 (300986.SZ)	闽发铝业 (002578.SZ)	华铁应急 (603300.SH)
总资产	50.68	26.05	192.21
营业收入	22.38	28.24	44.44
净利润	-0.36	0.28	8.40
销售毛利率(%)	21.49	5.90	46.50
资产负债率(%)	67.68	40.65	70.54
铝模板租赁收入	10.76	0.75	-
铝模板租赁面积	7,108.15	532.15	-

注：1、以上各指标均为2023年数据；2、华铁应急(603300.SH)主要从事设备租赁业务，主要产品包括高空作业平台、地铁钢支撑、民用钢支撑、铝合金模板、集成式升降操作平台、地下维修维护工法等，2023年末未按照产品类别披露收入明细，无法获得相关数据；截至2023年末华铁应急铝合金模板保有量为95.56万方，同比增长7.51%，铝模板租赁业务规模较小。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
志特转债	6.14	6.14	2023-6-25	2029-03-31

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年3月31日发行6年期6.14亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”），募集资金原计划用于江门志特生产基地（二期）建设项目、重庆志特生产基地（一期）建设项目、补充流动资金。截至2024年5月6日，公司使用本期债券闲置募集资金购买理财产品1.08亿元，本期债券募集资金专项账户余额为0.55亿元。

2023年9月，公司出具《关于增加部分可转债募投项目投资总额及变更部分募集资金用途的公告》称，增加部分本期债券募投项目投资总额及变更部分募集资金用途，具体情况如下。

（一）变更募集资金投资项目的情况

1、公司拟增加“江门志特生产基地（二期）建设项目”投资总额

公司计划将“江门志特生产基地（二期）建设项目”的产能规模，由年产30万平方米铝模及10,000个机位附着式升降作业安全防护平台（以下简称“防护平台”）调整为年产70万平方米铝模及15,000个机位防护平台，投资总额由26,783.05万元增加至54,866.92万元，计划投资总额与拟使用募集资金金额的差额部分，将以自筹资金补足。本项目调整后实施主体不变，仍为公司全资子公司江门志特新材料科技有限公司，本项目为增加投资总额，不涉及募集资金用途的变更。

2、公司拟在“重庆志特生产基地（一期）建设项目”的基础上新增“装配式产业园项目”

“重庆志特生产基地（一期）建设项目”原计划使用募集资金19,924.61万元，现拟将其中10,000.00万元用于实施新增的“装配式产业园项目”，计划投资总额与拟使用募集资金金额的差额部分，将以自筹资金补足；涉及募集资金用途变更的金额为10,000.00万元，占2023年公开发行可转换公司债券募集资金总额的比例为16.29%。新增项目实施主体为控股子公司广东志特装配科技有限公司，将以公司有偿提供借款或公司与广东志特装配科技有限公司少数股东同比例增资的方式投入资金。“重庆志特生产基地（一期）建设项目”实施主体不变，仍为公司全资子公司重庆志特新材料科技有限公司。

表1 在“重庆志特生产基地（一期）建设项目”的基础上新增“装配式产业园项目”（单位：万元）

调整前					调整后				
序号	项目名称	投资总金额	拟投入募集资金	实施地点	序号	项目名称	投资总金额	拟投入募集资金	实施地点
1	重庆志特生产基地（一期）建设项目	23,522.35	19,924.61	重庆市潼南区	1	重庆志特生产基地（一期）建设项目	23,522.35	9,924.61	重庆市潼南区

				2	装配式产业园项目	18,945.59	10,000.00	惠州市龙门县
合计	-	23,522.35	19,924.61	-	-	42,467.94	19,924.61	-

资料来源：公司《关于增加部分可转债募投项目投资总额及变更部分募集资金用途的公告》，中证鹏元整理

（二）项目基本情况和投资计划

1、江门志特生产基地（二期）建设项目

该项目新增地块（开平市翠山湖新区环翠东路北侧、翠山二路西侧 3 号地块）用地面积约 75 亩，拟通过招拍挂方式取得，土地用途为工业用地。项目计划通过新建厂房与配套宿舍楼，购置前沿生产设备、招募专业技术人才，扩充铝模及防护平台产品生产能力，形成年产 70 万平方米铝模及 15,000 个机位防护平台产品精益生产能力。项目的新增产能主要面向国内华南地区市场以及境外市场，为国内外客户提供开展建筑项目时所需的建筑模架产品及建筑系统集成整体解决方案。项目计划建设周期为 4 年，计划投资总额为 54,866.92 万元，包括土地购置费用 1,512.40 万元，建筑工程费 37,226.52 万元、设备购置费用 9,092.20 万元、安装工程费用 109.11 万元、项目预备费 1,392.83 万元、铺底流动资金 5,533.86 万元。

2、装配式产业园项目

该项目用地面积约160亩，拟通过招拍挂方式取得，土地用途为工业用地。项目计划通过新建PC构件厂房，购置前沿生产设备、招募专业技术人才，新建1条PC构件生产线，形成年产15万立方米PC构件的生产能力。项目建成后，公司能够快速扩大PC构件业务规模，为国内、海外客户提供安全可靠的装配式建筑工程服务，有助于公司提高营收规模。项目建设地点位于惠州市龙门县平陵镇新材料片区内广东惠州工业园，项目计划建设周期为2年，计划投资总额为18,945.59万元，包括土地购置费用4,480.00万元、建筑工程费用8,292.50万元，设备购置费用4,005.00万元、预备费368.93万元、铺底流动资金1,799.17万元。

（三）项目经济效益分析

1、江门志特生产基地（二期）建设项目

根据公司的公告，项目计算期内，预估年均营业收入51,668.82万元，年均净利润5,597.16万元，综合毛利率为31.13%，净利率9.13%。项目预计税后内部收益率为19.45%，税后静态投资回收期为8.13年。

2、装配式产业园项目

根据公司的公告，项目计算期内，预估年均营业收入29,906.25万元，年均净利润3,162.30万元，年均毛利率为22.00%，净利率10.60%。项目预计税后内部收益率为13.53%，税后静态投资回收期为8.45年。

中证鹏元也关注到，本次增加部分可转债募投项目投资总额及变更部分募集资金用途后，公司项目建设投入的资金需求增大，同时，受建设工期等因素影响，募投项目能否如期建设完工并投入使用存在

不确定性；此外，若市场环境或政策产生不利变化，项目建成后能否产生如期收益亦存在不确定性。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更；2023年4月，公司将资本公积转增股本8,194.67万元，于2023年10月完成工商变更；截至2024年3月末，公司注册资本和股本由16,389.33万元增加至24,637.12万元。截至2024年3月末，公司控股股东为珠海凯越高科技产业投资有限公司（以下简称“珠海凯越”），持股比例为45.07%；高渭泉、刘莉琴夫妇持有珠海凯越100.00%的股权，为公司实际控制人。高渭泉、刘莉琴夫妇通过多家有限合伙企业合计可控制公司57.09%股份的表决权。

表2 截至 2024 年 3 月末，公司前十名股东持股情况（单位：股）

序号	股东名称	持股比例	持股数量
1	珠海凯越高科技产业投资有限公司	45.07%	111,037,499
2	珠海志壹股权投资企业（有限合伙）	4.85%	11,957,110
3	东方证券股份有限公司-中庚价值先锋股票型证券投资基金	4.73%	11,664,621
4	珠海志同股权投资企业（有限合伙）	4.62%	11,390,720
5	中金公司-建设银行-中金新锐股票型集合资产管理计划	2.58%	6,366,277
6	珠海志成股权投资企业（有限合伙）	2.55%	6,293,216
7	抚州市数字经济投资集团有限公司	1.70%	4,195,477
8	中国建设银行股份有限公司-招商3年封闭运作瑞利灵活配置混合型证券投资基金	1.62%	4,000,000
9	香港中央结算有限公司	1.39%	3,415,125
10	平安银行股份有限公司-中庚价值灵动灵活配置混合型证券投资基金	0.84%	2,080,133
合计	-	69.95%	172,400,178

注：珠海凯越高科技产业投资有限公司、珠海志壹股权投资企业（有限合伙）、珠海志同股权投资企业（有限合伙）、珠海志成股权投资企业（有限合伙）均受高渭泉先生实际控制，构成一致行动关系。

资料来源：公司 2024 年一季报，中证鹏元整理

2023年4月21日，公司可转换债券在深圳证券交易所挂牌交易。本期债券2023年10月9日开启转股申报程序，截至2024年3月31日，本期债券累计因回售及转股减少金额0.81万元，减少数量为81张，公司股份总数变更为246,371,227股。2024年6月7日，本期债券的转股价格调整至27.12元/股。

公司是专注于铝模、防护平台、装配式建筑 PC 产品的综合服务型企业，业务涵盖模架、装配式建筑 PC 产品研发、设计、生产、租售、技术服务。公司产品包括铝合金标准层模板、地下室模板、一体化隧道模板、防护平台、爬模等全系列模架产品，以及装配式建筑 PC 产品的生产供应。截至 2024 年 3 月末，公司合并范围子公司情况详见附录四；2023 年、2024 年 1-3 月公司合并报表变动情况详见下表。

表3 2023 年、2024 年 1-3 月公司纳入合并报表子公司的变化情况

变动年份	变动情况	子公司名称	（原）持股比例	变动原因
2023 年	增加	重庆志特绿建科技有限公司	100.00%	设立

2023年	增加	志特（澳门）一人有限公司	100.00%	设立
2023年	增加	广东志特装配科技有限公司	75.99%	设立
2023年	增加	广东志特新能源有限公司	75.00%	收购
2023年	增加	四川志特模架科技有限公司	60.00%	设立
2023年	减少	上海志特建筑科技有限公司	100.00%	注销
2023年	减少	GETO FORMWORK AND SCAFFOLDING CAMBODIA CO LTD	100.00%	注销
2024年 1-3月	增加	广东志特钢结构有限公司	100.00%	收购
2024年 1-3月	增加	志特新材料（珠海横琴）有限公司	100.00%	设立

资料来源：公司 2023 年年报及公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任

务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业经济环境

铝模板行业竞争格局分散，具有“大行业，小企业”的行业特征，受房地产行业调整、行业需求紧缩、竞争加剧等因素影响，行业进入调整阶段，集中度进一步提升，行业竞争加剧导致建筑铝合金模板行业减利趋势明显，回款率低亦增加了企业的经营风险

铝模板行业是完全竞争行业，市场化程度较高，市场竞争较为激烈，我国铝模板行业大部分企业生产规模较小，行业集中度不高，形成了“大行业，小企业”的行业特征。受房地产行业调整、需求紧缩、大宗商品价格波动等因素影响，铝合金模板相关的企业数量呈下降趋势，中小企业持续退出，大型企业保持竞争优势，行业两极分化加速。据中国基建物资租赁承包协会统计，2023年全国建筑市场现有铝合金模板总量6,410万平方米，与2022年保有量相比降低8.2%，降幅增加7.2个百分点。全国共有建筑铝合金模板研发设计、生产加工、租赁承包企业近300家，较2022年相比下降50.0%。2023年企业经营收入在0.5亿以下占比20.0%，同比下降4.5个百分点；2亿元以上占比46.7%，同比上升15.4个百分点。头部企业凭借其在规模、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势，企业占比保持稳定，国企民企融合发展、资源整合优势互补，市场份额逐步扩大，市场集中度进一步提升。

从经营模式来看，铝模板企业中生产租赁企业的占比最大，2023年占比为51.4%，目前租赁模式为铝模板的主要经营模式；此外，生产租赁劳务施工一体化企业占比18.9%，目前铝合金模板企业生产加租赁一体化经营是行业特征，铝模租赁业务链条长且复杂，对资产周转率及旧板利用率要求高，在生产租赁一体化上可实现精细化管理的企业具有更好的竞争优势。

建筑租赁承包企业在行业需求紧缩、竞争加剧、下游房地产行业资金面紧张背景下，仍面临经营创收困难、利润空间收窄、应收账款增加、资金回报周期拉长等问题，行业减利趋势明显。2023年全国建筑铝合金模板生产销售、租赁承包收入298.5亿元，较2022年同期降低13.8%，其中，租赁承包收入238.8亿元，销售收入59.7亿元；利润率方面，2023年，企业利润率同比下降10.0%以上的企业占比为43.2%，同比下滑10.0%以内的企业占比为32.4%。从2023年铝模板租赁价格同比变化情况来看，价格同比下降10%以上的企业占比最多，为64.9%，租赁价格同比下降10%以内的企业占比为27.0%，基本持平的企业占比为8.1%。回款率低是铝模板行业企业面临的突出问题，2023年企业回款率平均值为57.7%，企业回款率在60%以下的企业占比最多，为51.4%，同比上升3.0个百分点，较低的回款率增加了企业的经营风险。

受房地产低迷拖累和基建投资需求放缓双重影响，建筑行业逐步迈入中低速增长区间，预计 2024 年行业产值增长继续承压；铝模板行业作为建筑行业的下游行业，其景气度与建筑行业整体趋同，房地产投资增速下行压力仍然较大，仍将对铝模板企业经营带来不利影响

建筑业属于投资驱动型行业，下游需求主要来自基础设施建设和房地产开发投资。受地产持续筑底修复及房企资金链紧张影响，国内房地产开发投资下行，2023 年同比减少 9.60%；稳增长政策持续发力背景下，基建投资在带动建筑需求增长中发挥重要作用，但受限于土地财政弱化、地方政府财力和 PPP 项目政策收紧等因素，2023 年以来基建投资累计增速持续放缓，对建筑需求拉动效应有所弱化，全年基础设施投资增长 5.9%，增速同比下降 3.5 个百分点。综合影响下，2023 年建筑业总产值增长乏力，同比增速为 5.80%，较上年减少 0.7 个百分点；新签合同金额 35.60 万亿元，同比减少 2.85%，近年首次出现负增长。

中长期来看，房地产行业仍处于筑底调整阶段，行业景气度较低，对建筑需求形成拖累，叠加地方政府债务管控和资金紧平衡，预计建筑行业订单需求总量进入下行区间，2024 年行业产值增长继续面临压力。

图1 基建投资增速放缓、地产投资下行（单位：%）

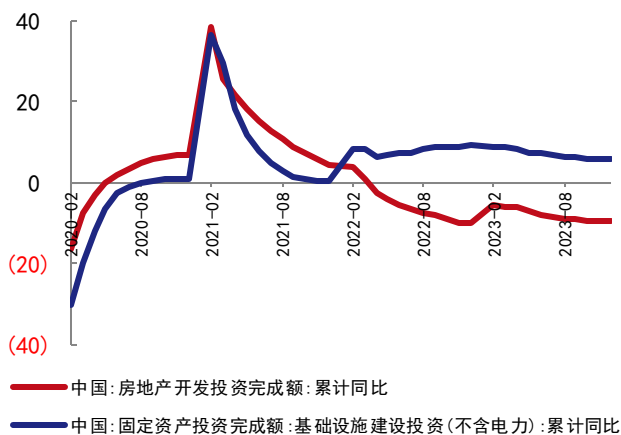
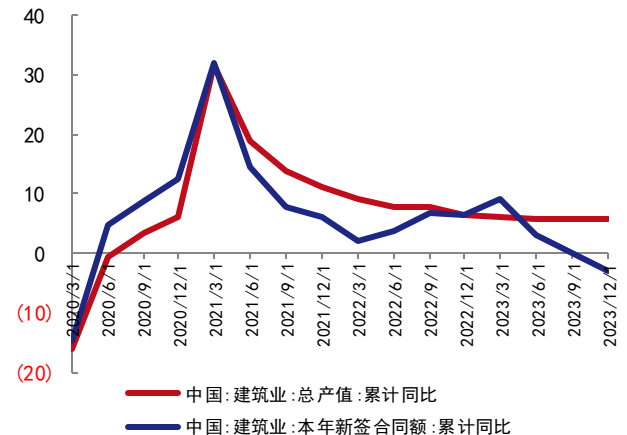


图2 建筑业新签合同增速转负（单位：%）



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

作为订单驱动型行业，建筑装饰业增长与下游基建、房地产关联度较高。基建方面，2023 年 12 月，中央经济工作会议确定了 2024 年经济工作“稳中求进，以进促稳，先立后破”的总基调，基建投资仍将是 2024 年扩大内需、托底经济的重要抓手。资金端方面，一方面，中央经济工作会议强调“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，从 2024 年开始拟连续几年发行超长期特别国债，预计政府财政适度扩张，政府债务扩容；而另一方面，据中央经济工作会议提出“持续有效防范化解重点领域风险，要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，统筹好地方债务风险化解和稳定发展”；根据 2023 年 12 月《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》，要求天津、内蒙古在内的 12 个重点省份要严控新建政府投资项目，重点省份政府投资规模可能有所压降。综合来看，预计 2024 年基建投资

维持较高景气度，但增速或将受制于地方政府债务风险管控影响略有放缓，以布局公建类项目为主的建筑装饰企业将受益于基建投资发力，此外，后续政府或出台新的增量政策帮助“一揽子化债”方案的平稳落地，有望改善相关建筑企业的回款。

而房地产方面，2023年，房地产行业仍处于筑底修复阶段，行业景气度低迷，随着居民缩表加剧、房企负面舆情散发，供需两弱的局面仍在持续。在此背景下，地产调控政策端积极信号持续强化。供给端，中央金融工作会议、中央经济工作会议及2024年政府工作报告多次强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”；截至2024年3月末，商业银行对城市房地产融资协调机制推送的全部第一批白名单项目完成审查，城市融资协调机制一定程度上能够保障优质项目建设运营。2023年7月中央政治局会议定调“房地产供求关系发生重大变化”后，需求端宽松政策全面展开，下半年自上而下推动需求端宽松政策落地、细化金融端监管指标。销售端方面，2023年8月以来则是陆续落实“认房不认贷”、“因城施策”调整房贷利率、首付比例、限购、限售等政策。2023年中央政治局会议提出“三大工程”，要求加大保障房建设供给、推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。尽管政策利好不断，但销售端仍延续筑底态势，预计2024年政策将转向全面宽松，保障性住房和城中村改造等重大政策推进会对房地产开发投资形成一定支撑，但房地产投资增速下行压力仍然较大，故房建类项目恢复仍待观察。

中证鹏元认为，受房地产低迷拖累和基建投资需求放缓双重影响，建筑行业逐步迈入中低速增长区间，预计2024年行业产值增长继续承压；铝模板行业作为建筑行业的下游行业，其景气度与行业整体趋同，目前房地产投资增速下行压力仍然较大，仍将对铝模板企业经营带来不利影响。

2023年下半年以来铝价波动上升，随着铝模板行业竞争的加剧以及行业减利趋势明显，铝加工企业仍面临较大的成本控制压力

铝模板原材料以铝型材为主，中国作为全球最大的铝挤压材生产国、出口国和消费国，是国际市场重要的铝挤压材供应基地，为我国铝模板行业发展奠定了良好基础。但近年受宏观调控政策、原材料价格和市场供求等多重因素的影响，我国铝价格走势呈现出一定的波动性，铝型材作为铝模板的最主要原材料，其价格波动直接影响企业的生产成本和盈利水平。2023年下半年以来铝价波动上升，目前铝价仍在高位波动，叠加行业竞争加剧，铝加工企业仍面临较大的成本控制压力和营运资金压力。

图3 2023年下半年以来铝价波动上升（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

随着铝模系统业务量有所增长、积极开拓国际市场业务以及装配式预制件产销量增加，公司收入保持增长，但受行业竞争加剧等因素影响，毛利率明显下滑；公司目前产能持续扩张，产能能否消化具有不确定性，且产能投入加大资金压力

公司主营业务产品类别包括铝模系统¹、防护平台²和装配式预制件³，主要应用于建筑施工领域，铝模系统和防护平台以租赁为主，少量销售，其中销售包括纯销售和受托翻新，装配式预制构件业务模式仅为销售。2023年公司实现营业收入22.38亿元，同比增长15.99%，主要原因是铝模系统业务量有所增长、积极开拓国际市场业务以及装配式预制件产销量增加。但因广东省对防护平台建筑施工实施技改要求导致出租率下降、叠加下游市场需求减少等因素影响，2023年防护平台收入小幅下降。

毛利率方面，因行业竞争加剧导致产品单价下降，2023年公司各项产品毛利率均明显下滑；同时，防护平台因出租率下降而成本仍按照使用期限折旧，2023年防护平台业务毛利率由正转负；2023年公司加大装配式预制件业务规模，而该业务以销售为主，毛利率相对较低，业务规模扩大进一步拉低公司整体毛利率水平。2024年一季度，公司实现营业收入4.50亿元，同比增长18.33%，同期毛利率为21.72%，同比下降2.37个百分点。

¹ 也称“铝模”、“铝模板”、“铝合金模板”等。

² 也称“爬架”、“附着式升降脚手架”、“附着式升降作业安全防护平台”等。

³ 也称“PC构建”、“建筑PC构建”、“新型装配式PC构件”等。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
铝模系统	137,780.97	61.56%	25.02%	129,341.21	67.03%	33.77%
防护平台	19,790.20	8.84%	-1.33%	20,222.48	10.48%	17.14%
装配式预制件	36,433.20	16.28%	13.56%	19,176.99	9.94%	20.13%
废料	23,749.16	10.61%	26.95%	17,690.19	9.17%	35.34%
其他	6,051.35	2.70%	41.96%	6,526.03	3.38%	37.59%
合计	223,804.88	100.00%	21.49%	192,956.91	100.00%	30.95%

资料来源：公司提供

公司在国内模架行业具有一定的品牌优势，研发实力较强

公司在行业内仍具有较好的品牌影响力。公司产品被江西工信委评为“江西省优秀产品”、被江西省质量技术监督局评为“江西省名牌产品”，商标被江西省工商局和江西省著名商标认定委员会认定为“江西省著名商标”，荣获由中国模板脚手架协会颁发的“中国模板脚手架行业名牌企业”称号，铝模系统产品通过新加坡政府建筑施工局（BCA）的严格测评并取得了 BAND2 认证。

在技术研发方面，公司已连续多年被认定为国家高新技术企业，目前已具备自主研发的全流程信息化软件体系，公司核心技术中运用于模板构件设计阶段的自主铝模板配模软件、加固构件设计阶段的 GETO-BIM 背楞自动化系统、三维模型深化阶段的志特三维建模软件、制图设计阶段的背楞及加工图软件，均为公司自主研发，且均取得软件著作权，研发、设计信息化程度较高。

公司在开展研发工作的同时，也不断强化知识产权布局，截至 2023 年末，公司及子公司共拥有知识产权合计数量为 298 项，其中实用新型专利 236 项，外观设计专利 15 项，发明专利 6 项，软件著作权 41 项。截至 2023 年末，公司共有研发设计人员 404 人，占公司总人数的 11.24%，研发人员学历中本科及硕士人员的占比为 53.22%；因公司加强成本控制及进行人员优化，2023 年研发人员和研发费用同比略有减少。

表5 公司研发投入情况

项目	2023年	2022年
研发人员数量（人）	404	444
研发人员数量占比	11.24%	13.01%
研发费用（万元）	9,107.53	9,330.25
研发费用占营业收入的比重	4.07%	4.84%

资料来源：公司提供

2023 年公司产能持续增长，新增产能主要来自铝模系统和装配式预制件，目前仍处于产能扩张阶段，在建产能为本期债券募投项目，未来业务规模有望进一步扩大，但产能能否消化具有不确定性，且在建项目加大公司资金压力

公司目前以铝模系统、防护平台、装配式预制件为主要产品，铝模系统、防护平台仍以租赁为主；公司的铝模系统产量中旧板的占比较高，有利于降低成本。随着新建海南基地、江门基地陆续投产，2023年公司各产品的产能均实现增长，其中装配式预制件产能和产量（除防护平台以外）增长较快。产能利用率方面，受广东省住建厅发布对防护平台建筑施工技改要求⁴、房地产市场下行导致需求减弱等因素影响，2023年公司防护平台产量同比减少12.96%，同时随着防护平台产能增长，2023年产能利用率下降15.17个百分点。

表6 公司主要产品产能、产量和产能利用率情况

产品	项目	2023年	2022年
铝模系统	产能（万平方米）	423.56	320.00
	产量（万平方米）	367.80	285.52
	其中：新板	120.48	75.16
	旧板	247.32	210.37
	产能利用率	86.84%	89.23%
防护平台	产能（机位）	20,975.00	20,000.00
	产量（机位）	15,520.00	17,831.00
	产能利用率	73.99%	89.16%
装配式预制件	产能（立方米）	200,000.00	100,000.00
	产量（立方米）	165,196.57	85,171.17
	产能利用率	82.60%	85.17%

说明：年产能为各月产能数量加总。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前产能较大的生产基地位于江西广昌、山东临朐、广东开平、海南临高和湖北咸宁。截至2024年3月末，公司在建生产基地均系本期债券的募投项目，2023年公司变更募集资金投资项目后，募投项目预计总投资规模大幅增长至9.73亿元，期末募投项目尚需投资金额为5.87亿元，尚需投资规模较大。此外，公司的在建项目还包括志特集团粤港澳大湾区总部项目，该项目位于中山市翠亨新区，计划总投资规模为6.13亿元，截至2024年3月末已投资0.84亿元，建成后拟部分自用、部分自营，根据公司战略规划，该项目尚在建设中。

公司在建生产基地投产后预计业务规模将进一步扩大。但需关注的是，项目能否如期竣工存在一定不确定性；同时，受房地产行业下行、公司近年产能扩张等因素影响，2023年公司的各产品的产能利用率有所降低，目前下游房地产行业复苏情况仍不明朗，公司将面临一定产能消化压力，项目建成后能否

⁴2021年11月广东省住房和城乡建设厅发布关于发布广东省标准《建筑施工附着式升降脚手架安全技术规程》的公告，批准《建筑施工附着式升降脚手架安全技术规程》为广东省地方标准，编号为DBJ/T15-233-2021，自2022年4月1日起实施。

实现预期收益亦存在不确定性；此外，募投项目仍有较大建设及采购的资金需求，考虑到目前公司现金流趋紧，存在较大资金压力。

表7 截至 2024 年 3 月末公司主要生产基地情况

生产基地	成立时间	生产地址	主要服务市场	主要产品
江西志特	2011 年 12 月	江西广昌	华南、华东、境外	铝模
山东志特	2017 年 5 月	山东临朐	华东、华北	铝模+爬架
江门志特	2018 年 8 月	广东开平	华南	铝模+爬架+PC
海南志特	2021 年 1 月	海南临高	华南	PC
海南模架	2022 年 3 月	海南临高	华南	铝模+爬架
湖北志特	2018 年 1 月	湖北咸宁	华中、西南	铝模+爬架
甘肃志特	2021 年 8 月	甘肃定西	西北	铝模
厦门志特	2022 年 4 月	福建闽清	华南	铝模
重庆志特	2021 年 7 月	重庆潼南	西南	铝模+PC
江门装配	2022 年 6 月	广东开平	华南	PC
马来志特	2015 年 4 月	马来西亚	东盟生产基地	铝模

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至 2024 年 3 月末公司在建生产基地情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	达到预定可使用状态日期	预计达产产能
江门志特生产基地（二期）建设项目*	54,866.92	23,608.63	31,258.29	2025 年 11 月	年产 70 万平方米铝模及 15,000 个机位附着式升降作业安全防护平台
重庆志特生产基地（一期）建设项目*	23,522.35	9,819.16	13,703.19	2025 年 2 月	年产 60 万平方米铝模系统、5,000 个机位防护平台
装配式产业园项目*	18,945.59	5,195.54	13,750.05	2026 年 1 月	年产 15 万立方装配式预制件
合计	97,334.86	38,623.33	58,711.53	-	-

说明：标“*”为本期债券的募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

因行业竞争加剧，2023 年公司租赁产品单价明显下滑，受广东省实施工业技改等因素影响，防护平台的产销率下滑，导致公司利润空间收窄，在当前房地产市场下行背景下，需持续关注公司客户信用状况的变化及应收款项的回收情况

铝模系统和防护平台产品的业务模式仍以租赁为主，装配式预制件仍以销售为主。2023 年随着公司在建生产基地的陆续投产、以及加大装配式预制件业务规模，铝模系统、装配式预制件销量保持增长，产销率保持较好水平。2023 年以来，防护平台的产销率持续下降，主要系因广东省对防护平台建筑施工实施技改要求，公司需对产品按新规翻新才能在省内出租，此外叠加房地产市场下行及季节性因素影响等，2024 年 1-3 月产销率下降至 60.38%；公司目前主要通过按照新规要求翻新及加大省外的营销力度来提高该产品的出租率。

表9 公司主要产品产量、销量和产销率情况

产品	业务类别	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
铝模系统	销售	产量（万平方米）	9.71	36.61	30.46
		销售出库面积（万平方米）	9.71	36.61	30.19
		产销率	100.00%	100.00%	99.11%
	租赁	产量	65.39	331.19	255.06
		租赁出库面积（万平方米）	65.39	331.19	255.10
		出租率（产销率）	100.00%	100.00%	100.02%
防护平台	销售/租赁	产量（机位）	2,794.00	15,520.00	17,831.00
		销售/租赁出库数量（机位）	1,687.00	13,325.83	16,385.00
		产销率	60.38%	85.86%	91.89%
装配式预制件	销售	产量（立方米）	37,015.40	165,196.57	85,171.17
		销售出库数量（立方米）	35,240.00	172,537.95	85,640.16
		产销率	95.20%	104.44%	100.55%

注：因装配式预制件有外部采购，2022-2023年产销率略高于100%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受下游市场需求减少、行业竞争加剧等因素影响，2023年以来铝模系统、防护平台的租赁价格明显下滑，其中防护平台租赁单价下降幅度更大。2023年，铝模系统收入虽同比增长6.53%，但因单价下降，毛利率水平同比下滑8.75个百分点；防护平台业务受单价下降及产销率下降因素叠加影响，2023年毛利率转亏。随着行业竞争加剧，铝模板行业减利趋势明显，有可能进一步压缩公司的利润空间。

表10 公司主要产品的租赁数量、租赁价格情况

产品	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
铝模系统	租赁收入（万元）	17,942.43	107,608.72	101,816.56
	租赁收入面积（万平方米）	1,255.81	7,108.15	5,631.20
	租赁单价（元/平方米）	14.29	15.14	18.08
防护平台	租赁收入（万元）	3,141.26	19,791.46	19,679.48
	租赁收入面积（万平方米）	78.53	448.94	388.20
	租赁单价（元/平方米）	40.00	44.08	50.69

说明：租赁出库面积是指铝模系统租赁出库的单层面积，租赁收入面积=租赁出库单层面积*项目层数。

资料来源：公司提供

公司客户主要为中建、中铁等国内大型建筑总包方、区域建筑总包方和大型开发商等，2023年前五大客户销售金额占营业收入的占比增长至30.97%，其中第一大客户的集中度占比仍较高；虽然主要客户以央企客户为主，但公司对第一大客户依赖度较高，其较高的议价能力也对公司的账期管理提出更高要求。在建筑业下游房地产行业持续低迷背景下，建筑业及地产企业的资金面仍较为紧张，2023年公司的应收款项规模大幅增长，增速远高于当期营业收入的增速，对营运资金造成较大占用，同时，应收账款计提坏账风险增加，需持续关注公司客户信用状况的变化及应收款项的回收及坏账风险。

表11 公司向前五大客户销售情况（单位：万元）

期间	客户名称	货物名称	销售金额	占比
2024年1-3月	客户A	铝模系统、防护平台、装配式预制件	8,377.25	18.63%
	客户B	铝模系统	1,793.45	3.99%
	客户C	铝模系统	1,559.57	3.47%
	客户D	铝模系统	934.31	2.08%
	客户E	铝模系统、防护平台、装配式预制件	870.51	1.94%
	合计	-	13,535.08	30.11%
2023年	客户A	铝模系统、防护平台、装配式预制件	50,995.03	22.79%
	客户B	铝模系统、防护平台、装配式预制件	5,962.02	2.66%
	客户C	铝模系统	5,331.69	2.38%
	客户D	铝模系统、防护平台、装配式预制件	3,545.27	1.58%
	客户E	铝模系统、防护平台、装配式预制件	3,484.50	1.56%
	合计	-	69,318.51	30.97%
2022年	客户A	铝模系统、防护平台、装配式预制件	43,695.84	22.65%
	客户B	铝模系统、防护平台、装配式预制件	3,713.65	1.92%
	客户C	铝模系统、防护平台、装配式预制件	3,506.83	1.82%
	客户D	铝模系统、防护平台	3,402.71	1.76%
	客户E	废铝	3,007.81	1.56%
	合计	-	57,326.85	29.71%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域看，公司收入主要仍来源于华南、华东和华中经济较为发达的区域，2023年在华南、华东、华中的收入合计占比为71.51%；此外，公司加大对国际业务的投入，在港澳台、东南亚及中东等国家和地区扩大业务输出。2023年公司境外业务收入大幅增长，境外业务主要为铝模系统的租赁及销售，其中大部分收入来自于销售，产品主要由境内生产出口至当地。随着公司境外业务的发展，也面临一定的信用风险和汇率风险。

表12 公司主营业务收入按项目所在地区划分情况（单位：万元）

项目	2024年1-3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华南	18,043.95	47.86%	92,759.81	46.93%	81,951.26	47.45%
华东	4,823.78	12.80%	33,642.75	17.02%	30,368.25	17.58%
华中	1,906.86	5.06%	14,947.68	7.56%	17,680.79	10.24%
西南	2,596.70	6.89%	11,409.70	5.77%	9,609.38	5.56%
华北	265.38	0.70%	4,132.99	2.09%	2,535.22	1.47%
东北	-	-	315.07	0.16%	177.61	0.10%
西北	551.01	1.46%	6,654.86	3.37%	3,650.05	2.11%
境外	9,511.90	25.23%	33,774.12	17.09%	26,750.66	15.49%

合计	37,699.57	100.00%	197,636.99	100.00%	172,723.23	100.00%
----	-----------	---------	------------	---------	------------	---------

说明：合计数因四舍五入原因存在尾差。

资料来源：公司提供

2023年因以销售模式为主的装配式预制件收入大幅增长，料工费成本大幅增加，对公司的原材料成本控制提出更高要求

公司的租赁项目成本主要为折旧摊销，销售项目的成本主要为料工费，2023年公司租赁项目的折旧摊销占营业成本比重为48.36%，比重略有下降，但随着业务规模的增长，折旧成本同比增长25.26%；销售项目的料工费占营业成本比重为27.90%，同比略有增长，主要系因当期以销售模式为主的装配式预制件收入大幅增长所致。

公司铝模系统生产所需要的主要原材料为铝型材，铝型材的采购单价参考同期市场铝锭单价（如南海有色（灵通）、长江/上海有色铝价）加铝型材加工费，加工费价格占铝型材价格比重大致在15%-30%区间范围内。2023年公司铝型材采购价格变动不大。

表13 公司铝型材采购数量及价格变动趋势

项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
单价（元/千克）	19.65	19.38	20.92
数量（吨）	5,350.09	29,991.54	22,243.06
金额（万元）	10,512.17	58,120.52	46,522.16

说明：金额及单价为不含税。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍采取“以产定购”的采购模式，采购管理部根据生产计划、安全库存、供应商交期等因素综合考虑，直接向供应商采购所需物料。公司对供应商采购一般会有一定账期，根据约定的付款方式通过银行转账、承兑汇票支付货款。公司通过OA系统、ERP系统对采购需求、合同评审、订单、仓储、付款等环节进行全程有效控制。公司供应商合作关系比较稳定，2023年公司前五大供应商集中度占比为39.89%，同比增加8.45个百分点，供应商集中度有所提升。

表14 公司前五大供应商情况（万元）

期间	供应商名称	货物名称	采购金额	占比
2024年 1-3月	供应商 A	铝型材	4,985.29	22.01%
	供应商 B	铝型材	1,380.63	6.10%
	供应商 C	石子+钢材	924.73	4.08%
	供应商 D	铝型材	839.96	3.71%
	供应商 E	铝型材	824.36	3.64%
	合计	-	8,954.97	39.53%
2023年	供应商 A	铝型材	18,383.06	15.02%
	供应商 B	铝型材	15,912.92	13.01%
	供应商 C	铝型材	5,167.87	4.22%

2022 年	供应商 D	铝型材	5,129.64	4.19%
	供应商 E	铝型材	4,216.20	3.45%
	合计	-	48,809.69	39.89%
	供应商 A	铝型材	14,290.28	12.92%
	供应商 B	铝型材	6,796.25	6.14%
	供应商 C	铝型材	4,984.57	4.51%
	供应商 D	铝型材	4,469.97	4.04%
	供应商 E	铝型材	4,233.48	3.83%
	合计	-	34,774.54	31.44%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

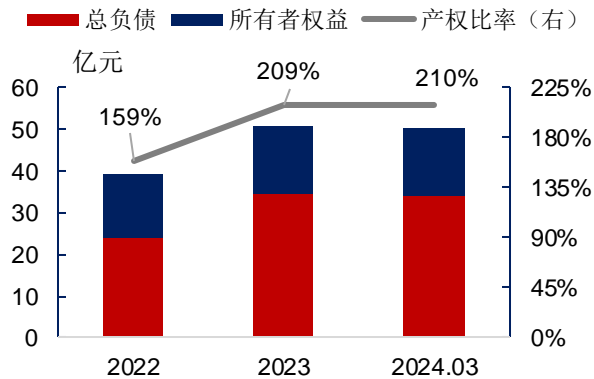
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及公司2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围变化情况详见表3。

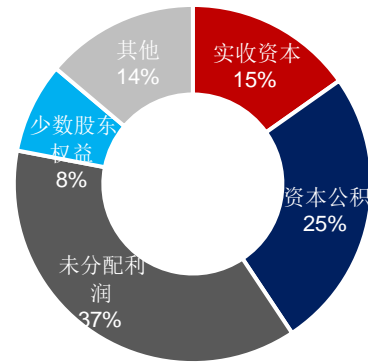
资本实力与资产质量

公司资产规模保持快速增长，资产仍以租赁产品和应收款项为主，受公司业务规模扩张及房地产行业资金面紧张等因素叠加影响，公司应收账款规模快速增长，且平均账龄和坏账准备金额增长，营运资金压力和坏账风险加大，需持续关注回款情况

2023年，公司所有者权益小幅增长，主要系因发行本期可转债，当期确认其他权益工具1.65亿元，以及少数股东权益小幅增长所致，同时，因经营亏损，当期未分配利润同比减少，所有者权益稳定性有所弱化。总负债增长，2024年3月末产权比率增长至210.24%，所有者权益对负债的保障能力仍较弱。

图4 公司资本结构


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司的总资产规模大幅增长，其中应收账款和固定资产规模增速较快。2023年应收账款同比增长38.59%，当期末占总资产的比重增长至27.64%，主要系由于下游地产行业下行、客户整体资金紧张导致公司经营回款较慢。2023年末，应收账款账龄仍以1年以内（含1年）为主，但账龄在1年以上的占比由上年末的20.77%增长至27.88%，平均账龄有所增长；期末坏账准备金额为1.68亿元，同比增长95.94%，占应收账款期末账面余额的比例为10.74%；具体来看，应收账款按单项计提的坏账准备为0.50亿元，按账龄组合计提的坏账准备为1.19亿元，计提比例为7.91%。2023年末前五名客户应收账款余额的占比为49.85%，其中第一大客户为央企建筑总包方，期末余额占比为40.39%，占比较高，应收账款集中度有所提升，且对第一大客户较为依赖。

2023年应收票据增长较快，期末商业承兑票据、银行承兑票据账面余额分别为1.48亿元、0.37亿元，计提坏账准备737.00万元。考虑到下游资金面仍较为紧张，公司应收账款和坏账准备金额增长、平均账龄增长，未来仍面临一定坏账风险，需持续关注公司客户信用变化及项目结算回款情况。

固定资产主要由办公及生产经营活动所使用的厂房、出租用铝模系统和防护平台等构成，占总资产规模占比较大，均为生产经营所必备的资产；2023年规模同比增长，主要因江门志特、重庆志特、海南志特厂房逐步完工并投入使用，由在建工程转入所致；期末出租用铝模板系统、防护平台、房屋及建筑物账面价值分别为9.56亿元、2.86亿元、5.52亿元。

存货主要为在产品和原材料。在建工程主要为在建的厂房、办公楼等。无形资产仍主要为土地使用权。

因发行本期债券，2023年末货币资金同比增长，2024年3月末减少至3.48亿元，主要系因公司用闲置货币资金购买银行理财所致，同期交易性金融资产大幅增长。2023年末，公司受限资产账面价值为6.57亿元，其中主要包括：货币资金（银行承兑汇票、保函保证金）0.95亿元、固定资产3.83亿元、无形资产1.06亿元。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.48	6.92%	5.29	10.44%	2.17	5.51%
交易性金融资产	2.47	4.92%	0.58	1.14%	0.19	0.48%
应收票据	1.78	3.55%	1.77	3.49%	0.38	0.97%
应收账款	12.55	24.98%	14.01	27.64%	10.11	25.70%
存货	3.27	6.51%	2.63	5.20%	2.89	7.36%
其他流动资产	1.04	2.07%	0.89	1.75%	0.86	2.19%
流动资产合计	24.96	49.70%	25.70	50.72%	16.90	42.98%
固定资产	18.82	37.48%	19.30	38.08%	16.38	41.63%
在建工程	1.69	3.37%	1.67	3.30%	2.77	7.03%
无形资产	2.97	5.91%	2.31	4.55%	2.34	5.94%
非流动资产合计	25.27	50.30%	24.98	49.28%	22.43	57.02%
资产总计	50.23	100.00%	50.68	100.00%	39.33	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司产能和收入保持增长，但受行业竞争加剧、房地产市场下行等因素影响，毛利率大幅下滑，同时各项费用和各类资产减值损失增长，导致净利润亏损，公司未来仍面临一定资产减值损失的风险

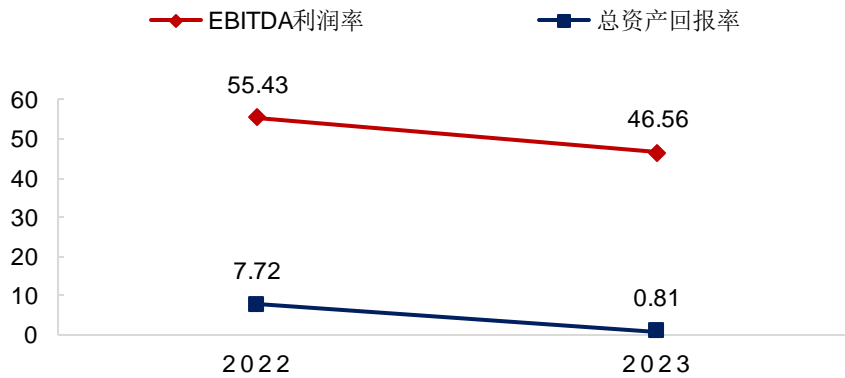
受因行业竞争加剧导致产品单价下降、行业技改叠加市场需求减少导致防护平台出租率下降等因素影响，2023年公司营业收入实现同比增长，但毛利率大幅下滑，公司的各项费用和各类资产减值损失增长，受上述因素叠加影响，2023年公司净利润为-0.36亿元，EBITDA利润率下滑至46.56%，总资产回报率下滑至0.81%。

具体来看，2023年铝模系统、装配式预制件收入均实现增长，其中装配式预制件收入涨幅较大，但该产品毛利率较低；防护平台收入下滑，当期毛利率转负。2023年，销售费用同比增长29.24%，主要系因公司扩大业务规模，加大营销投入；管理费用同比增长40.64%，主要系因将闲置防护平台对应的折旧计入管理费用、及业务规模扩张导致人员薪金及租金等费用增长；因债务规模增长，财务费用同比增长89.00%；各项费用对公司利润形成一定侵蚀。因下游客户回款周期变长，部分客户回款不及预期，2023年公司计提信用减值损失0.88亿元，同比增长49.46%，主要为应收账款坏账损失；同期计提资产减值损失0.11亿元，主要系受行业技改、出租率下降、市场需求减少等因素影响，对防护平台计提的固定资产减值损失。

整体来看，公司近年业务规模扩张，2023年收入保持增长，但盈利能力减弱，且受市场因素影响，各类资产减值压力仍较大；随着产能扩张，防护平台的产能利用率有所下降，受行业技改和市场影响出

租率下滑，需关注未来产能消化及出租率变化情况。公司的主要原材料为铝型材，铝锭市场价格具有一定的波动性，若未来上游原材料价格上涨，公司盈利能力将受到不利影响。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司债务规模快速增长、杠杆水平抬升，短期债务占比较高，同时公司经营活动现金流趋紧，对外部融资较为依赖，偿债压力加大

公司总债务规模大幅增长，2024年3月末为23.85亿元，占总负债的比重达到70.05%，比重进一步加大；总债务以短期债务为主，2023年以来短期债务占比仍较高，截至2024年3月末，短期债务规模增长至14.77亿元，占总债务的占比达到61.95%。

公司的短期借款和长期借款主要为银行借款和票据融资，2023年规模均同比增长，融资成本约在1.80%~7.00%之间。公司部分款项通过票据支付，2023年应付票据主要由银行承兑汇票（1.54亿元）、商业承兑汇票（0.35亿元）构成。应付债券为本期债券“志特转债”，2023年期末账面价值为4.28亿元，期末溢折价摊销余额为1.41亿元，另外本期债券的权益成分确认为其他权益工具1.65亿元。

公司应付账款主要系应付的材料采购款、工程款等，2023年规模持续增长；合同负债主要为公司按合同约定收取的客户预付款项；其他应付款主要系应付单位往来款、预提费用等；其他流动负债主要系预收税金及背书未终止确认的应收票据。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.10	26.72%	7.95	23.19%	6.26	25.93%
应付票据	2.03	5.97%	1.89	5.50%	1.95	8.09%
应付账款	4.64	13.63%	5.73	16.71%	4.34	17.98%
合同负债	2.12	6.22%	1.73	5.04%	1.80	7.47%

其他应付款	1.41	4.13%	1.56	4.54%	1.61	6.69%
一年内到期的非流动负债	2.40	7.06%	2.15	6.26%	1.39	5.76%
其他流动负债	1.51	4.43%	1.47	4.27%	0.28	1.14%
流动负债合计	24.16	70.98%	23.65	68.97%	18.84	78.03%
长期借款	4.49	13.20%	5.35	15.60%	4.50	18.63%
应付债券	4.37	12.83%	4.28	12.47%	0.00	0.00%
非流动负债合计	9.88	29.02%	10.64	31.03%	5.30	21.97%
负债合计	34.04	100.00%	34.30	100.00%	24.15	100.00%
总债务	23.85	70.05%	23.04	67.17%	14.29	59.19%
其中：短期债务	14.77	43.40%	13.16	38.36%	9.65	39.95%
长期债务	9.07	26.65%	9.88	28.81%	4.64	19.24%

注：2024年3月末总债务因四舍五入原因存在尾差。

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2023年，因生产经营规模扩大导致对外材料采购及模架资产采购付款增加，经营活动现金流出同比涨幅较大，叠加公司应收账款平均账龄增长、项目结算回款有所滞后，导致经营活动现金净流量较上期出现较大幅度下降，经营活动现金流持续呈现大额净流出态势。公司目前仍处于规模扩张阶段，对生产场地、设备和厂房投入较多，2023年投资活动现金流依然为净流出状态。公司日常经营及投资所需现金主要通过筹资活动进行弥补，因加大融资力度及票据提前贴现，2023年筹资活动现金流入同比大幅增长，同期筹资活动产生的现金流量净额9.43亿元。由于利润亏损及利息支出增长，2023年FFO下降至7.96亿元。

由于公司加大融资力度，2024年3月末资产负债率增长至67.77%，总债务/总资本的比重增长至59.56%，FFO/净债务下降至49.75%，杠杆水平较高；2023年EBITDA利息保障倍数大幅下降，但仍保持较好水平。

表17 公司现金流及杠杆状况指标

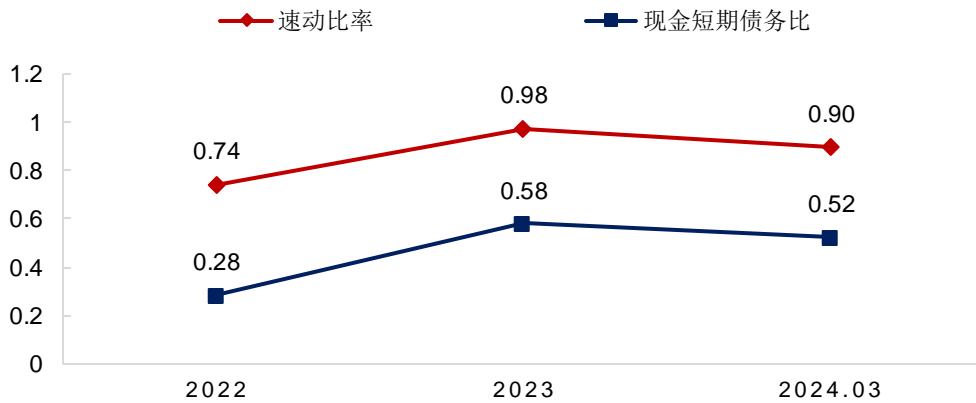
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.08	-4.75	-2.25
FFO（亿元）	--	7.96	9.08
资产负债率	67.77%	67.68%	61.39%
净债务/EBITDA	--	1.54	1.12
EBITDA 利息保障倍数	--	11.32	22.18
总债务/总资本	59.56%	58.44%	48.48%
FFO/净债务	--	49.75%	75.58%
经营活动现金流净额/净债务	-6.66%	-29.69%	-18.76%
自由现金流/净债务	-11.47%	-38.69%	-37.27%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

因货币资金增长，2023年短期债务比提升至0.58，但维持较低水平，短期偿债压力仍较大。截至

2024年3月末，公司获得银行授信额度27.57亿元，其中尚未使用额度11.28亿元，作为A股上市公司，公司可以通过直接融资渠道融资，具备一定的融资弹性。但需关注的是，公司目前业务规模仍处于扩张阶段，项目建设及日常经营、采购的资金需求较大，且受市场因素影响经营回款有所滞后，资金压力较大，对外部融资较为依赖，需持续关注公司外部融资环境的变化及对现金流的影响。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放受到相应处罚。

社会因素

根据公开查询及公司提供的说明，因施工存在安全隐患，2023 年 12 月，公司受到深圳市福田区住房建设局的行政处罚，并处以罚款 2.50 万元；公司已于 2024 年 1 月缴纳罚款，并对项目进行安全整改，整改已完成。

根据公开查询及公司提供的说明，因施工存在事故隐患，2024 年 1 月，公司受到东莞市住房和城乡建设局的行政处罚，并处以罚款 1.00 万元；公司已于 2024 年 1 月缴纳罚款，并对项目进行安全整改，整改已完成。

公司治理

公司于2023年10月23日召开第三届董事会第十七次会议，审议通过了《关于聘任高级管理人员的议案》，经董事会提名委员会审查通过，公司董事会同意聘任沈长生先生为副总裁。2024年2月，公司原董事、副总裁兼财务总监邹勇辉先生，因个人身体原因申请辞去公司董事、副总裁兼财务总监，同时一并辞去董事会战略与发展委员会委员职务，辞职后将不再担任公司及控股子公司任何职务。2024年3月，公司原职工代表监事廖应庆先生，因达到退休年龄，申请辞去公司监事职务，辞职后将不再担任公司及控股子公司任何职务。2024年5月，公司2023年年度股东大会审议通过《关于补选公司第三届董事会非独立董事的议案》，郭凤霞女士当选第三届董事会非独立董事。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日期：2024年5月11日）、子公司江门志特新材料科技有限公司（查询日期：2024年5月8日）、子公司海南志特新材料有限公司（查询日期：2024年5月13日）、子公司山东志特新材料科技有限公司（查询日期：2024年5月8日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（三）或有事项分析

公司存在多笔未决诉讼，且诉讼中存在较多铝模板租赁合同纠纷，部分租赁款项存在回收风险

根据公司提供的说明，公司目前的未决诉讼（含已判决但未执行完毕）为30宗，公司均为案件原告，其中境内案件涉案金额合计为人民币0.63亿元，此外还涉及新加坡和马来西亚的5宗案件（单个案件金额不大），案件主要为铝模板租赁合同纠纷。公司存在较多铝模板租赁合同纠纷，部分租赁款项存在回收风险。

八、结论

公司在模架行业具有一定的品牌优势，研发实力仍较强；铝模系统、装配式预制件的产能进一步扩张，2023年带动营收规模实现增长。但同时中证鹏元关注到，受需求减少、行业竞争加剧、行业技改等因素影响，导致公司产品租赁单价有所下滑，防护平台整体出租率较低，收入增长的同时毛利率下滑，此外，房地产行业资金面紧张，下游客户回款周期变长，部分客户回款不及预期，2023年公司确认大额资产减值损失，净利润出现亏损；考虑到公司应收账款的规模和账龄增长，仍面临较大回收和减值风险；公司总债务大幅增长，经营活动现金流趋紧，债务压力持续加大；募投项目亦面临较大建设资金压力和收益不确定风险。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“志特转债”的信用等级为A+。

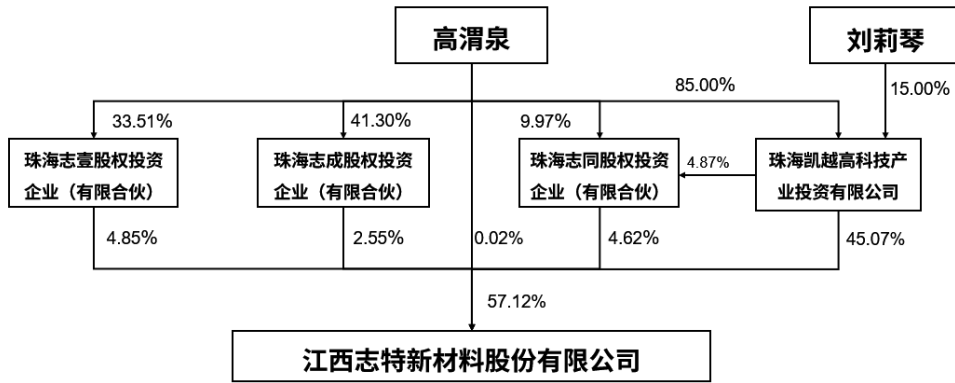
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	3.48	5.29	2.17	1.91
交易性金融资产	2.47	0.58	0.19	0.26
应收票据	1.78	1.77	0.38	0.30
应收账款	12.55	14.01	10.11	4.91
存货	3.27	2.63	2.89	2.31
其他流动资产	1.04	0.89	0.86	0.67
流动资产合计	24.96	25.70	16.90	10.65
固定资产	18.82	19.30	16.38	13.94
在建工程	1.69	1.67	2.77	1.33
无形资产	2.97	2.31	2.34	2.06
非流动资产合计	25.27	24.98	22.43	17.86
资产总计	50.23	50.68	39.33	28.51
短期借款	9.10	7.95	6.26	3.67
应付票据	2.03	1.89	1.95	1.66
应付账款	4.64	5.73	4.34	2.28
合同负债	2.12	1.73	1.80	2.06
其他应付款	1.41	1.56	1.61	1.46
一年内到期的非流动负债	2.40	2.15	1.39	0.13
其他流动负债	1.51	1.47	0.28	1.09
流动负债合计	24.16	23.65	18.84	13.19
长期借款	4.49	5.35	4.50	2.21
应付债券	4.37	4.28	0.00	0.00
非流动负债合计	9.88	10.64	5.30	2.44
负债合计	34.04	34.30	24.15	15.62
所有者权益	16.19	16.38	15.19	12.89
营业收入	4.50	22.38	19.30	14.81
营业利润	-0.08	-0.38	2.15	2.01
净利润	-0.21	-0.36	1.83	1.75
经营活动产生的现金流量净额	-1.08	-4.75	-2.25	1.73
投资活动产生的现金流量净额	-2.67	-1.81	-2.04	-2.90
筹资活动产生的现金流量净额	1.88	9.43	4.57	1.33
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	10.42	10.69	9.96
FFO（亿元）	--	7.96	9.08	8.85
净债务（亿元）	16.25	16.01	12.02	6.47
销售毛利率	21.72%	21.49%	30.95%	32.45%

EBITDA 利润率	--	46.56%	55.43%	67.22%
总资产回报率	--	0.81%	7.72%	9.15%
资产负债率	67.77%	67.68%	61.39%	54.79%
净债务/EBITDA	--	1.54	1.12	0.65
EBITDA 利息保障倍数	--	11.32	22.18	41.47
总债务/总资本	59.56%	58.44%	48.48%	40.00%
FFO/净债务	--	49.75%	75.58%	136.79%
经营活动现金流净额/净债务	-6.66%	-29.69%	-18.76%	26.68%
自由现金流/净债务	-11.47%	-38.69%	-37.27%	-24.75%
速动比率	0.90	0.98	0.74	0.63
现金短期债务比	0.52	0.58	0.28	0.39

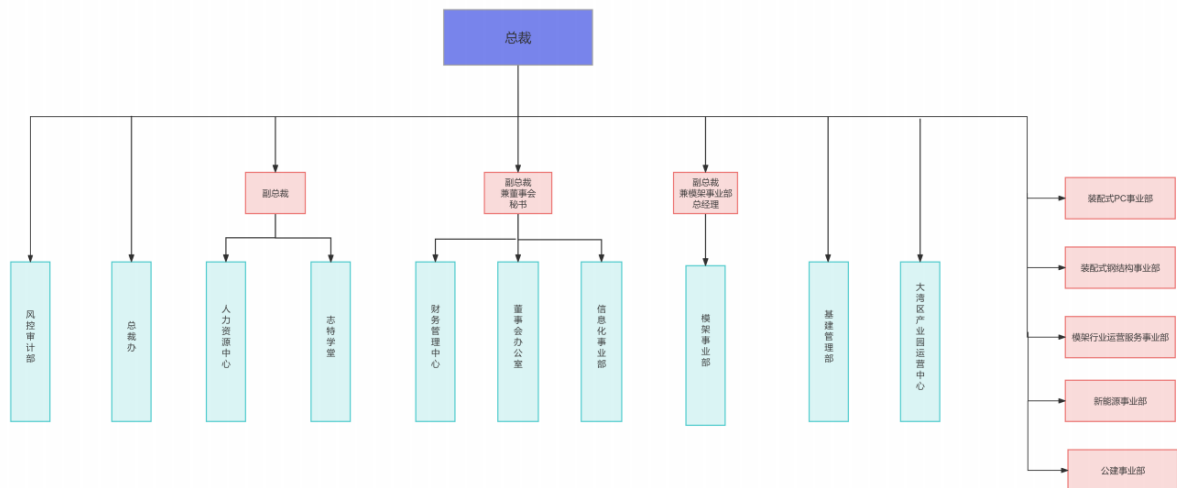
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	业务性质	注册资本	持股比例
海南志特模架科技有限公司	生产销售	5000万人民币	100.00%
广东志特新材料集团有限公司	产品销售	10000万人民币	100.00%
湖南志特新材料科技有限公司	产品销售	200万人民币	100.00%
重庆志特新材料科技有限公司	生产销售	5000万人民币	100.00%
山东志特新材料科技有限公司	生产销售	10000万人民币	100.00%
GETO GLOBAL SINGAPORE PTE LTD	产品销售	100万马来西亚林吉特	100.00%
GETO Global Construction Tech Malaysia Sdn.Bhd	生产销售	30万新加坡元	100.00%
江门志特新材料科技有限公司	生产销售	20000万人民币	100.00%
江西志特铝模板技术研发有限公司	技术研发	200万人民币	100.00%
广东志特新材料科技有限公司	产品销售	10000万人民币	100.00%
山东志特新材料有限公司	生产销售	5000万人民币	100.00%
重庆志特绿建科技有限公司	生产销售	5000万人民币	100.00%
志特（澳门）一人有限公司	产品销售	10万澳元	100.00%
海南志特新材料有限公司	生产销售	10000万人民币	83.50%
广东志特装配科技有限公司	产品销售	50000万人民币	75.99%
江门志特装配式建筑有限公司	产品销售	5000万人民币	75.99%
湖北志特新材料科技有限公司	生产销售	6000万人民币	75.00%
厦门志特新材料科技有限公司	生产销售	1000万人民币	75.00%
广东志特新能源有限公司	产品销售	600万人民币	75.00%
湖北志特新材料有限公司	生产销售	5000万人民币	75.00%
广东志特新能源科技有限公司	生产销售	3600万人民币	75.00%
甘肃志特新材料科技有限公司	生产销售	10000万人民币	60.00%
四川志特模架科技有限公司	生产销售	1000万人民币	60.00%
海南志特装配科技有限公司	产品销售	5000万人民币	51.00%
广东凯瑞模架科技有限公司	产品销售	10000万人民币	51.00%
凯瑞模架科技（龙川）有限公司	生产销售	5000万人民币	51.00%
湖北万百源建筑工程有限公司	建筑安装业	5000万人民币	49.50%
湖南万百源建筑工程有限公司	房屋建筑业	3000万人民币	49.50%
广东志特钢结构有限公司	生产销售	1500万人民币	100.00%
志特新材料（珠海横琴）有限公司	房屋建筑业	10000万人民币	100.00%

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。