

志特新材 (300986.SZ)

铝模系统领军者，精益管理筑壁垒

铝模系统领军者，展现优异成长性。公司主营为铝模板的生产、销售、租赁一体化服务，在产品精度、服务效率上具备显著优势，业内具备较强品牌影响力。受益于建筑模板行业“以铝代木”趋势，公司营收业绩快速增长，近五年营收/业绩复合增速分别达63%/79%，同时盈利能力显著优于同业，费用率管控能力突出，现金流持续好转，盈利质量不断改善，展现了优异的成长能力。

“以铝代木”趋势明确，头部优质企业集中度提升空间大。此前我国建筑模板主要采取木模板形式，2000年后随着技术升级，具备经济高效、安全可靠、绿色环保等优势铝模系统逐步得到推广应用，渗透率由2016年的5%快速提升至2020年的20%，“以铝代木”趋势明确。**从行业成长性看**，当前建筑工业化、绿色化持续深化，铝模行业有望延续较好景气度，我们预计2025年铝模板市场规模有望达625亿元，五年CAGR达11.4%。**从竞争格局看**，当前铝模板市场竞争趋于激烈，行业集中度偏低，考虑到铝模板购置成本高、非标需求多、服务流程长，在当前地产调控趋严、原材料价格波动加大背景下，头部优质企业有望凭借规模成本、精益化管理优势，不断整合市场份额。

规模、渠道优势突出，信息化管控持续赋能。产能方面，公司四大生产基地辐射全国，总产能已达220万平米，并呈快速扩张态势，产能持续释放有望促公司采购成本下降、接单能力提升，夯实公司规模成本优势。**渠道**方面，公司在深耕国内市场基础上，积极推动海外扩张，已初步建立较为完善的境内外销售网络，同时优质客户资源丰富、对大客户粘性强。**信息化管控**方面，公司于2016年自建信息化研发团队，针对租赁管理链条长且复杂的特征，开发了行业领先的信息化管控系统，以打通售前、售中、售后业务全链条，在快速跟进客户需求的同时，大幅提升了物资安全性与周转效率，保障公司较高盈利能力。

产能、渠道有望持续扩张，品类多元化发展可期。未来公司成长动力充足：**1) 产能建设：**公司通过“自建+加盟”双轮扩产，目前共有五个在建产能基地，投产后公司总产能有望大幅提升，打开长期成长空间。**2) 渠道开拓：**公司强化境内外销售网络的同时，有望充分挖掘存量客户增值服务，与优质开发商、建筑总包方签订战略集采协议，持续提升市场份额。**3) 品类多元化：**此前公司开拓了与铝模系统配套使用的爬架产品，提升了单项目附加值，基于该思路，公司计划试点装配式PC构件、PPVC等协同产品，同时延伸应用领域，推进如地铁、桥梁、油罐、大坝等具有高附加值的公建产品，打造多个盈利增长点。

投资建议：我们预计公司2021-2023年分别实现归母净利润1.7/2.8/3.6亿元，同比增长2%/63%/29%，EPS分别为1.47/2.39/3.09元（2020-2023年CAGR为29%），当前股价对应PE分别为47/29/22倍，在建筑模板“以铝代木”浪潮下公司作为铝模板租赁成长龙头有望核心受益，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：产能项目投产不及预期风险，下游市场需求下降或扩容不及预期风险，原材料价格上涨风险，行业竞争加剧风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	862	1,120	1,466	1,956	2,591
增长率 yoy (%)	54.0	29.9	30.9	33.4	32.5
归母净利润(百万元)	131	168	172	280	362
增长率 yoy (%)	99.3	28.7	2.1	62.9	29.3
EPS 最新摊薄(元/股)	1.12	1.44	1.47	2.39	3.09
净资产收益率(%)	25.7	25.1	13.4	18.1	19.0
P/E(倍)	61.3	47.6	46.7	28.6	22.1
P/B(倍)	15.4	11.6	6.2	5.1	4.1

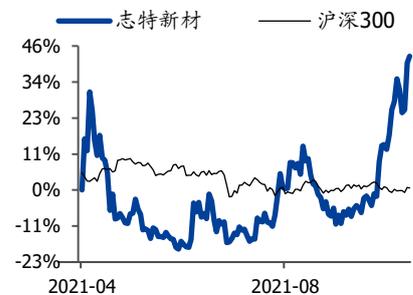
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年11月12日收盘价

增持(首次)

股票信息

行业	工业金属
11月12日收盘价(元)	68.51
总市值(百万元)	8,020.24
总股本(百万股)	117.07
其中自由流通股(%)	25.00
30日日均成交量(百万股)	1.25

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	409	762	1454	1651	2240
现金	61	199	420	338	388
应收票据及应收账款	164	303	586	763	1024
其他应收款	6	7	22	17	35
预付账款	3	7	5	11	10
存货	131	170	343	445	705
其他流动资产	44	78	78	78	78
非流动资产	1090	1282	1499	1612	1640
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	938	1081	1150	1161	1125
无形资产	74	72	83	96	109
其他非流动资产	78	129	266	355	406
资产总计	1499	2045	2953	3264	3880
流动负债	814	1138	1449	1431	1612
短期借款	227	412	500	500	500
应付票据及应付账款	233	302	416	530	397
其他流动负债	353	424	533	400	715
非流动负债	153	196	184	221	278
长期借款	142	183	170	208	265
其他非流动负债	11	13	13	13	13
负债合计	967	1334	1632	1652	1890
少数股东权益	10	20	25	37	53
股本	88	88	117	117	117
资本公积	167	167	571	571	571
留存收益	267	436	612	904	1282
归属母公司股东权益	522	691	1295	1576	1938
负债和股东权益	1499	2045	2953	3264	3880

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-43	100	134	254	321
净利润	137	179	177	292	378
折旧摊销	303	451	197	238	277
财务费用	20	43	39	43	53
投资损失	0	-1	0	0	0
营运资金变动	-333	-47	-278	-318	-387
其他经营现金流	-170	-524	0	0	0
投资活动现金流	-169	-128	-413	-351	-304
资本支出	168	102	217	113	28
长期投资	-2	-27	0	0	0
其他投资现金流	-4	-53	-196	-237	-276
筹资活动现金流	211	115	501	15	34
短期借款	157	184	88	0	0
长期借款	112	41	-13	37	57
普通股增加	0	0	29	0	0
资本公积增加	0	0	404	0	0
其他筹资现金流	-59	-109	-8	-23	-23
现金净增加额	-1	85	221	-82	51

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	862	1120	1466	1956	2591
营业成本	469	661	898	1183	1553
营业税金及附加	9	13	11	17	25
营业费用	112	123	173	196	285
管理费用	63	53	69	88	114
研发费用	46	50	67	86	114
财务费用	20	43	39	43	53
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	28	48	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	162	212	209	344	447
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	3	1	1	2	2
利润总额	161	214	210	345	448
所得税	24	35	33	53	69
净利润	137	179	177	292	378
少数股东损益	6	10	5	12	16
归属母公司净利润	131	168	172	280	362
EBITDA	485	695	430	607	752
EPS (元/股)	1.12	1.44	1.47	2.39	3.09

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	54.0	29.9	30.9	33.4	32.5
营业利润 (%)	110.1	30.5	-1.4	64.6	30.1
归属母公司净利润 (%)	99.3	28.7	2.1	62.9	29.3
获利能力					
毛利率 (%)	45.6	41.0	38.8	39.5	40.1
净利率 (%)	15.2	15.0	11.7	14.3	14.0
ROE (%)	25.7	25.1	13.4	18.1	19.0
ROIC (%)	17.1	15.6	9.8	13.3	14.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.5	65.2	55.3	50.6	48.7
净负债比率 (%)	60.9	59.2	23.2	27.6	24.2
流动比率	0.5	0.7	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.3	0.5	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	6.7	4.8	3.3	2.9	2.9
应付账款周转率	2.0	2.5	2.5	2.5	3.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.12	1.44	1.47	2.39	3.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.37	0.86	1.14	2.17	2.74
每股净资产 (最新摊薄)	4.46	5.90	11.07	13.46	16.55
估值比率					
P/E	61.3	47.6	46.7	28.6	22.1
P/B	15.4	11.6	6.2	5.1	4.1
EV/EBITDA	17.2	12.1	19.3	13.9	11.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 12 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：品牌实力突出的铝模系统领军者	5
1.1. 公司历史沿革及股权结构	5
1.2. 业务结构：铝模租赁为核心主业，积极开拓国内外市场	6
1.3. 财务分析：营收业绩快速增长，盈利质量不断改善	8
2. 行业分析：铝模渗透率快速提升，行业格局有望重塑	11
2.1. 行业介绍：铝模综合优势显著，政策大力推进“以铝代木”	11
2.2. 竞争格局：龙头集中度偏低，多重因素促行业加速出清	14
2.3. 行业空间：对标海外成熟市场增长空间广阔，潜在规模约 625 亿元	17
3. 竞争优势：规模、渠道优势突出，信息化管控持续赋能	18
3.1. 规模品牌：规模效益逐步凸显，品牌辐射能力有望持续提升	18
3.2. 客户渠道：渠道铺设完善，优质客户资源丰富	19
3.3. 技术研发：技术成果丰硕，可实现高精度设计生产流程	21
3.4. 信息化管控：全流程信息化平台赋能，精益化管理能力突出	23
4. 成长驱动力：产能、渠道持续扩张，品类多元化开拓	25
4.1. 扩产能：加盟模式加速扩张进程，规模优势有望进一步突显	25
4.2. 铺渠道：沉淀优质客户，加速境内外销售渠道铺设	26
4.3. 增品类：加强一体化铝模供应能力，品类布局持续多元	27
5. 盈利预测、估值与投资建议	27
5.1. 盈利预测	27
5.2. 估值与投资建议	29
6. 风险提示	30

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 公司营收结构（按业务）	6
图表 4: 公司营收结构（按地区）	6
图表 5: 铝模系统结构体系	7
图表 6: 建筑铝模系统搭建后整体与局部效果	7
图表 7: 爬架产品主要组成及用途介绍	8
图表 8: GT-18 型集成式附着式升降脚手架	8
图表 9: GT-L18 型升降卸料平台	8
图表 10: 公司营业收入及增速	9
图表 11: 公司归母净利润及增速	9
图表 12: 公司各项费用率变动趋势	9
图表 13: 公司期间费用率与可比公司对比	9
图表 14: 公司毛利率与可比公司对比	10
图表 15: 公司净利率与可比公司对比	10
图表 16: 公司 ROE 与可比公司对比	10
图表 17: 公司资产负债率与可比公司对比	10
图表 18: 公司 ROE 杜邦拆解分析（金额单位：亿元）	10
图表 19: 公司经营现金流变动趋势	11
图表 20: 铝模板综合优势	12

图表 21: 铝模板和木模板的经济效益对比 (基于展开模 2000 平方/层, 30 层楼项目)	12
图表 22: 铝合金模板相关政策	13
图表 23: 全国铝模板产量及同比增速	14
图表 24: 铝模行业竞争格局	15
图表 25: 铝模租赁行业竞争格局	15
图表 26: 铝模板细分市场规模估算	15
图表 27: 铝模板租赁行业不同经营模式占比	16
图表 28: 铝锭价格走势	16
图表 29: 铝模行业主要企业基本情况	17
图表 30: 铝模板市场规模测算	18
图表 31: 韩国铝模市场竞争格局	18
图表 32: 2018-2020 年公司铝模板产量及产能	19
图表 33: 公司生产基地布局及产量情况	19
图表 34: 公司销售网络布局	20
图表 35: 2018-2020 年公司前五大客户情况	20
图表 36: 公司研发投入及研发费用率	21
图表 37: 公司研发人员及研发人员占比	21
图表 38: 同行业公司持有专利数量对比	22
图表 39: 公司铝模板核心技术	22
图表 40: 租赁模式业务节点显著多于销售模式	23
图表 41: 公司全流程信息化管理平台	24
图表 42: 公司全方位综合服务体系	25
图表 43: 公司全国性生产基地布局	25
图表 44: 公司海外工程案例	26
图表 45: 海外市场业务开拓情况	26
图表 46: 铝模板租赁业务盈利预测	28
图表 47: 铝模板销售业务盈利预测	28
图表 48: 可比公司估值表	29

1. 公司概况：品牌实力突出的铝模系统领军者

1.1. 公司历史沿革及股权结构

公司自 2011 年成立以来深耕建筑铝模市场，主营业务为建筑铝模系统研发、设计、生产、销售、租赁和相应的技术指导服务，覆盖铝合金标准层模板、地下室模板、变化层模板、屋面层模板、防空鼓装修模板等系列模架产品，且具备装配式 PC 构件生产能力。公司是业内较早实现规模化、专业化、智能化的模架一体化服务供应商，业务链条信息化程度高，在产品精度、服务效率上具备显著优势，多年以来积累了较多优质大型客户，品牌影响力突出。

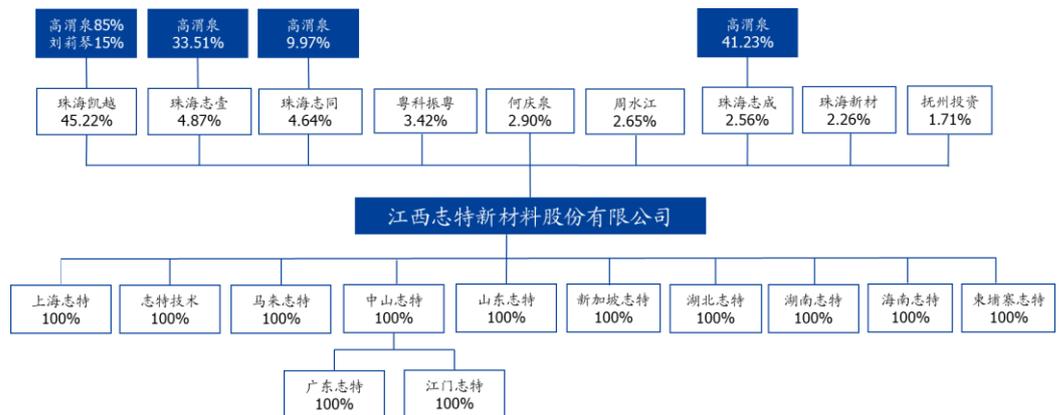
图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

控股权集中，实控人为高渭泉、刘莉琴夫妇。公司第一大股东为珠海凯越，持股比例为 45.22%，其股东高渭泉、刘莉琴分别持有 85%/15% 股份。此外，珠海志壹、珠海志同、珠海志城均受高渭泉先生实际控制，夫妇二人合计持有公司股权 48.59%，股权结构相对集中。公司下设 9 个全资子公司，大部分用于开拓异地业务及设立异地产能基地，其中中山志特下设广东志特、江门志特两个二级子公司。

图表 2：公司股权结构



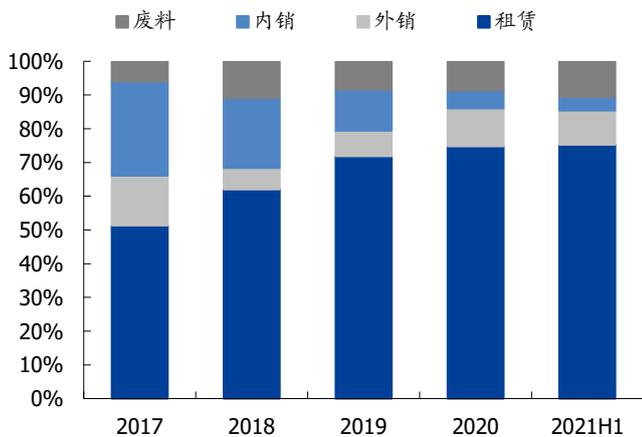
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2. 业务结构：铝模租赁为核心主业，积极开拓国内外市场

租赁主业占比持续提升。从业务结构看，铝模板租赁为公司核心主业，占2020年总营收的75%，随着旧板的积累与新板的投放，铝模板租赁收入占比较2017年大幅提升24个百分点。公司坚持“租售并举”产品策略，国内市场以租赁为主，国外市场以销售为主。

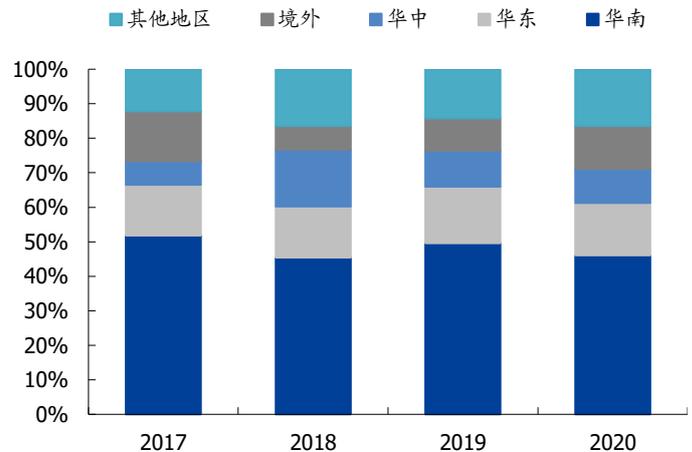
立足华南，积极推进国内外市场布局。从地区分布看，公司深耕华南地区核心市场领域的同时，逐步将业务区域延伸至上海、山东、广东、湖北等多个地区，并借助“一带一路”出海战略推进积极布局海外市场，在新加坡、马来西亚、柬埔寨等地设立子公司进行产品推广和技术服务，初步建立了较为完善的境外销售网络。2017-2020年，华南地区的营收占比分别为52%/45%/50%/46%，预计随境内外市场持续开拓，未来该占比将逐步降低。

图表3：公司营收结构（按业务）



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表4：公司营收结构（按地区）



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

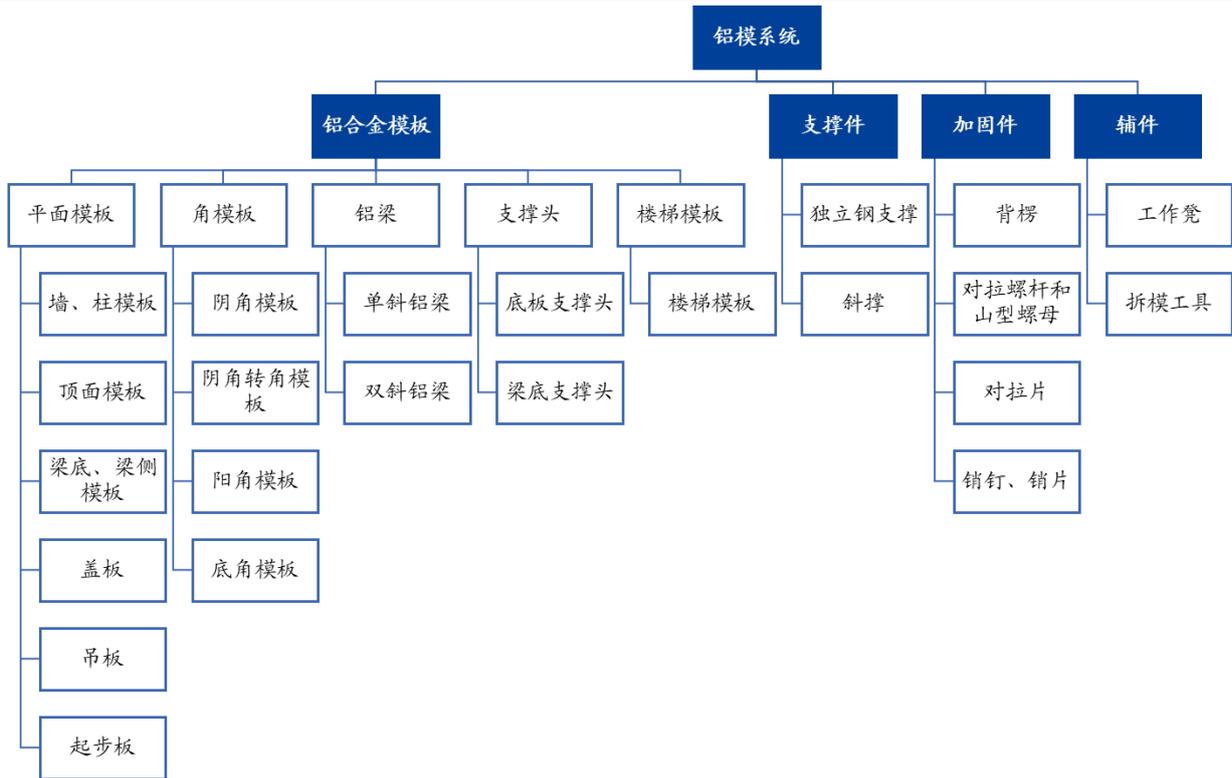
公司主要产品包含铝合金模板系统及爬架两大类：

1) 铝模系统：公司铝模系统产品是一种应用于建筑施工中混凝土浇筑成形的临时支护结构系统，需要严格根据工程项目的结构图纸进行设计。产品采用铝合金型材和钢材作为原材料，通过开料、冲孔、焊接等工序生产出各类规格模板及支撑加固配件，按图纸进行精细化拼装后应用于项目的混凝土施工。

铝模系统由铝合金模板、支撑件、加固件和辅件四大构件组成。其中：

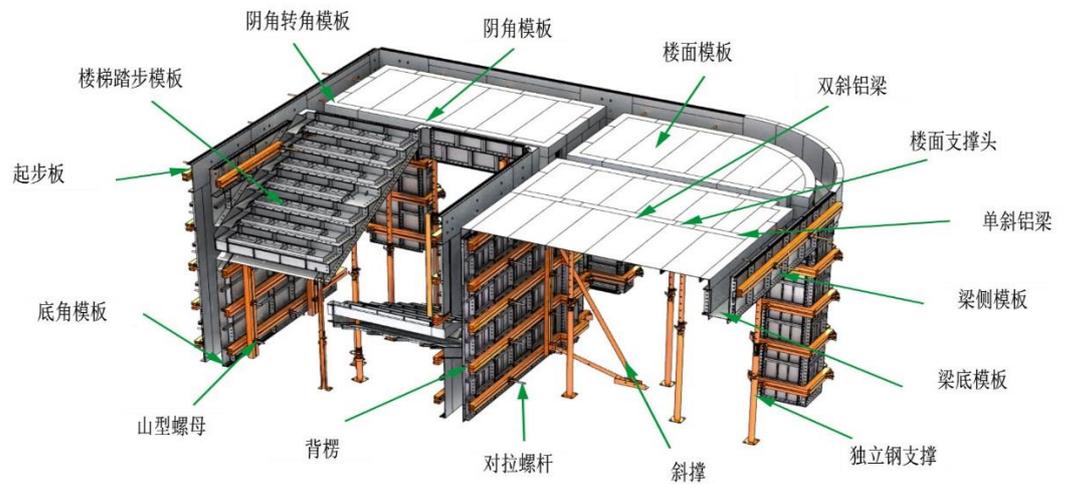
- a) **铝合金模板构件**是直接接触混凝土的承力板，为产品系统的主要组成部分，主要包括平面模板、角模板、铝梁、支撑头、楼梯模板等几大类；
- b) **支撑构件**是支撑铝合金模板、混凝土和施工荷载的临时结构，主要包括独立钢支撑、斜撑等；
- c) **加固构件**是用于稳定铝合金模板、混凝土和施工荷载的临时结构，保证建筑模板结构稳定、牢固，主要包括背楞、对拉螺杆、山型螺母、对拉片、销钉、销片等；
- d) **辅件**是配套的装模拆模工具，包括工作凳、拆装工具等。各部件搭建后形成完整的建筑铝模系统。

图表 5: 铝模系统结构体系



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 6: 建筑铝模系统搭建后整体与局部效果



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2) 爬架系列: 为满足下游客户对铝模系统与附着式升降脚手架(爬架)配套使用、穿插施工、提升效率的需求, 公司于 2019 年下半年开始开展爬架业务, 爬架产品由架体系统、附着支承系统、升降系统、智能控制系统和防雷系统组成, 相较传统脚手架具备更高的经济效益。

图表 7: 爬架产品主要组成及用途介绍

类别	主要构件	简介及主要用途
架体系统	走道板、立杆、防护网、桁架等	架体系统纵向平行于建筑物外立面，通过附着支承系统与建筑结构相连接附着受力，是爬架升降时主要受力构件，同时也是施工人员安全操作的平台。
附着支撑系统	附着支座、支顶器、夹板、摆针等	连接架体与建筑物的传力和承力构件，同时集成防倾覆、防坠落装置，可对架体升降工况起导向作用，防止架体在升降和使用过程中发生倾翻，并可实现意外坠落状况下的卡阻保护功能，集承载、导向、防倾覆、防坠落功能于一身。
升降系统	导轨、提升吊座、提升动力设备（电动葫芦）、载荷传感器、上吊架、下吊架等	为爬架的升降提供有效动力。
智能控制系统	总控箱、分控箱和载荷传感器等	用于控制爬架各机位的升降速度，将各升降点间的荷载、高度差值控制在设计容许范围内。该系统具有机位超载、欠载的监测功能和超限的报警功能。
防雷系统	接闪器、接地网和接地线等	防雷击造成架体及人员伤害。

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 8: GT-18 型集成式附着式升降脚手架



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 9: GT-L18 型升降卸料平台

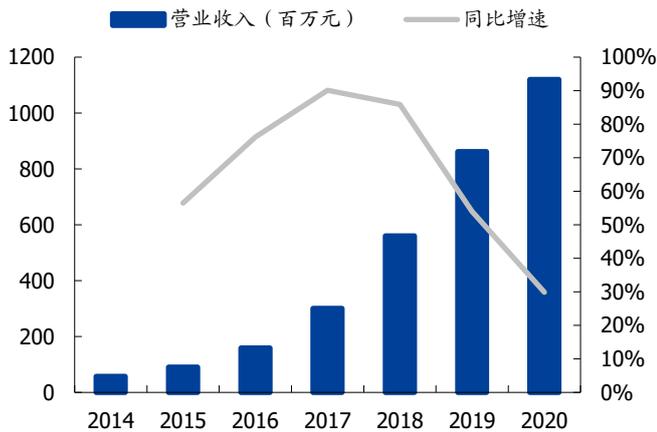


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.3. 财务分析：营收业绩快速增长，盈利质量不断改善

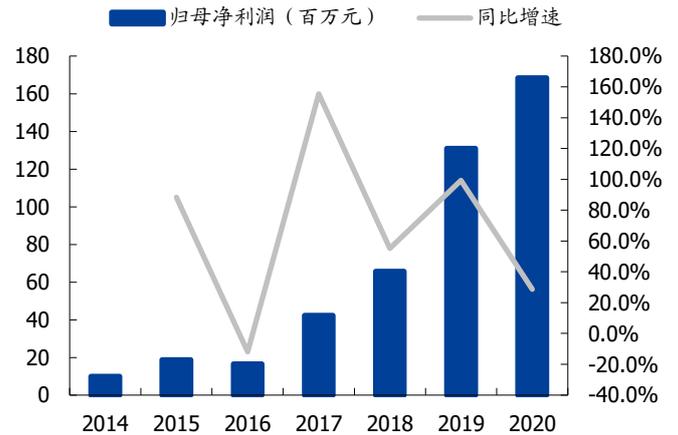
营收及业绩快速增长，五年业绩 CAGR 达 79%。 受益于建筑模板行业“以铝代木”趋势快速推进，公司营业收入在近五年呈现快速增长趋势，2016-2020 年营收 CAGR 达 63%。同时，随着公司业务规模不断扩大，生产效率提升，规模效益逐步释放，公司单位人工、制造费用及生产成本逐步降低，驱动业绩规模快速攀升，2016-2020 年业绩 CAGR 达 79%。2020 年，公司实现营收 11.2 亿元，同增 30%；实现归母净利润 1.7 亿元，同增 29%，疫情扰动下公司营收及业绩延续稳健增长趋势，经营韧性较强。

图表 10: 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

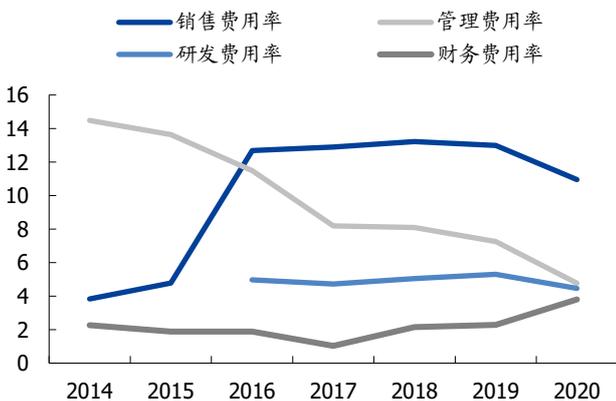
图表 11: 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

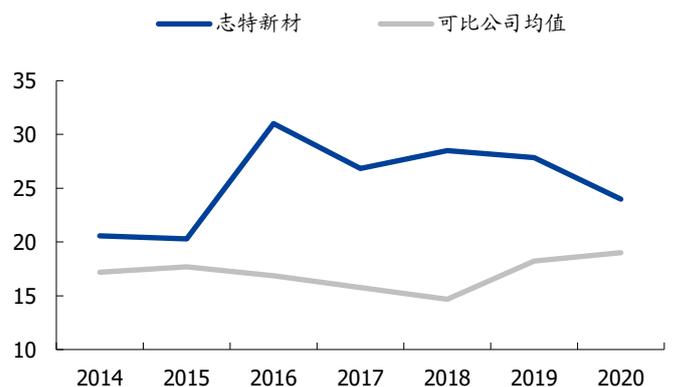
管理费用率下行趋势明显, 整体费用管控优良。我们选择与公司业务类似的 3 家可比公司进行对比 (中国忠旺、华铁应急、闽发铝业), 整体看公司期间费用率高于同业均值, 主要因销售费用率偏高。当前, 铝模板行业处于快速发展期, 为加快拓展国内外市场, 快速响应客户要求, 公司配置了较多营销及服务人员, 致营销人员职工薪酬占收入比重较高。此外, 部分同业公司主营铝型材产品制造, 业务模式与公司存在一定差异, 所需营销服务和现场技术人员较少, 销售费用率较低。**从变动趋势看:** 1) 销售费用率自 2016 年以来快速攀升, 2020 年小幅回落, 主要因 20 年受疫情影响经营指标未达预期, 职工薪酬开支减少; 同时现场服务费受开工进度滞后影响下降, 预计未来销售费用率将保持平稳。2) 管理费用率持续下行, 主要受益于公司业务规模扩张带来的规模效益及信息化进程推进带来的降本增效。整体看, 公司期间费用率管控良好。

图表 12: 公司各项费用率变动趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

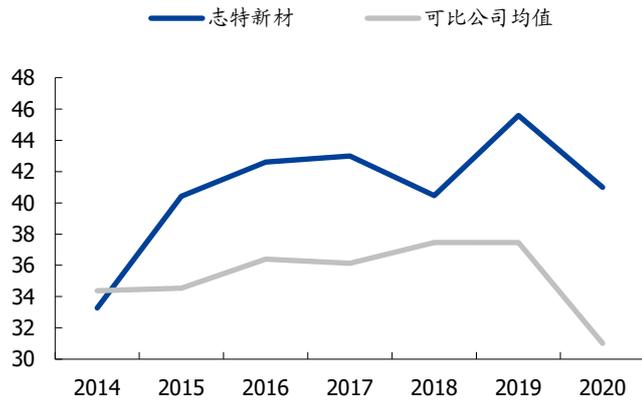
图表 13: 公司期间费用率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

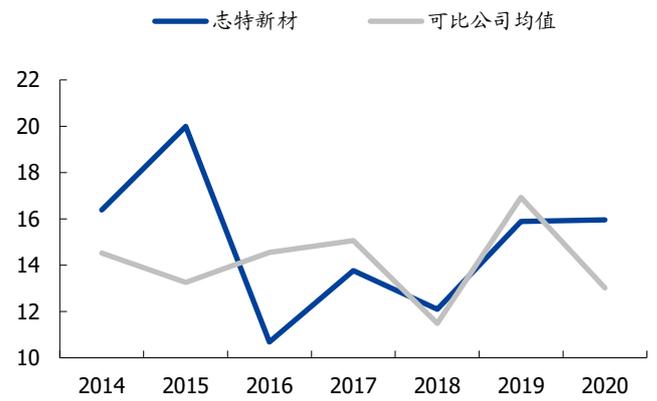
毛利率显著高于同业, 净利率持续改善。公司整体毛利率水平基本由租赁业务毛利率决定, 2014 年以来毛利率基本处于稳步上行区间, 盈利水平显著高于同业。2020 年, 公司毛利率为 41.0%, 较 2019 年下滑 4.6 个 pct, 主要因租赁业务毛利率下滑 6.8 个 pct, 预计主要系 2019 年下半年, 随着公司旧板使用率不断提高, 旧板周转的经济效益逐步显现, 公司在承接订单时已具备一定的成本优势, 可推行相对积极的销售策略, 单价上有所下降。2020 年, 公司净利率为 16.0%, 在毛利率下降的情况下仍较 19 年同期小幅回升 0.1 个 pct, 主要受益于整体费用率下行。2016 年以来, 公司净利率波动较大, 整体呈上行趋势, 盈利水平已逐步优于同业可比公司。

图表 14: 公司毛利率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

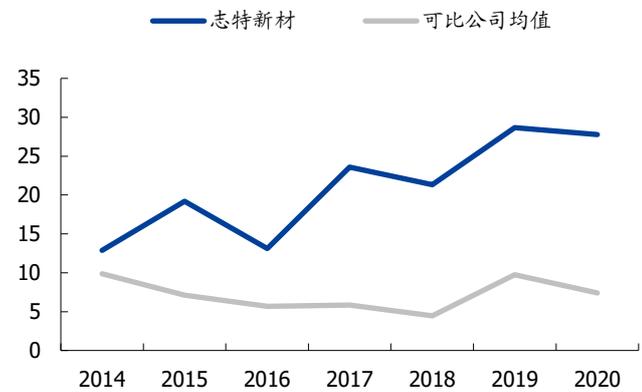
图表 15: 公司净利率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

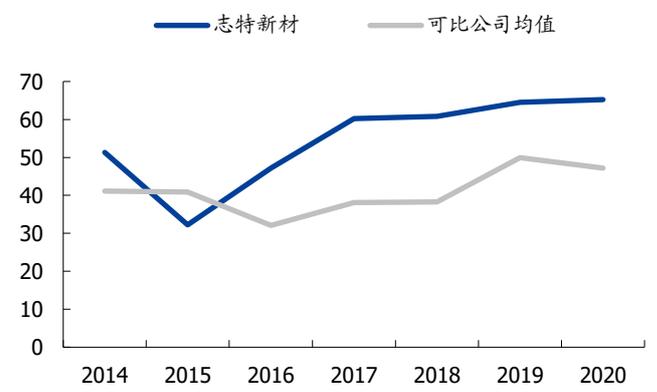
盈利水平提升、权益乘数增加, 带动公司 ROE 持续提升, 且明显高于行业均值。公司净资产收益率自 2016 年以来逐年上升, 由 13.1% 增至 27.8%, 相较 2020 年同业均值高出 20.4 个 pct, 盈利能力显著高于同业。杜邦拆解来看, 公司 ROE 的大幅提升主要系销售净利率提升及权益乘数增加所致。从财务杠杆水平看, 2018-2020 年公司资产负债率分别为 57%/59%/65%, 处于上升走势, 主要因公司出于业务规模扩张需求, 新购置了大量租赁模板等长期资产; 同时, 为完善业务布局, 公司投资设立了数个新生产基地, 资金需求较大, 整体看公司资产负债率仍处于合理范围内。

图表 16: 公司 ROE 与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 公司资产负债率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

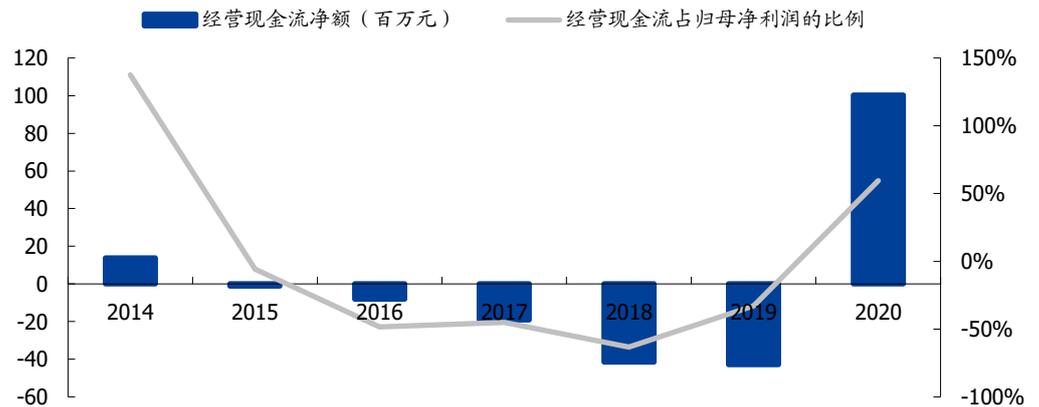
图表 18: 公司 ROE 杜邦拆解分析 (金额单位: 亿元)

时间	ROE	杜邦分析拆解			营收	平均总资产	平均股东权益
		销售净利率	总资产周转率	权益乘数			
2016	13.1%	10.68%	0.74	1.70	3.73	5.04	2.96
2017	23.6%	13.77%	0.73	2.28	4.71	6.45	2.83
2018	21.3%	12.10%	0.71	2.56	6.68	9.41	3.68
2019	28.7%	15.88%	0.69	2.75	9.9	14.35	5.22
2020	27.8%	15.96%	0.63	2.92	13.69	21.73	7.44

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

现金流显著改善，后续有望保持稳定。2016-2019年，公司经营现金流持续为负，18-19年大额流出，主要因租赁业务规模的增长所导致的原材料采购资金大幅增长，短期内导致公司经营性现金流出。截至2020年末，公司持有的模板资产已超200万平米，且大部分已用于对外租赁，能够按期为公司带来经营所需的现金流入。同时，公司设有较严格的收款条件，在合同签订后收取20%-30%的定金，发货前收取合同总额80%-90%的提货款，交付使用后，待项目施工完成若干层后收取剩余款项，项目回款情况良好，为公司稳定现金流入提供重要支撑。

图表 19: 公司经营现金流变动趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 行业分析: 铝模渗透率快速提升, 行业格局有望重塑

2.1. 行业介绍: 铝模综合优势显著, 政策大力推进“以铝代木”

铝模板综合优势显著, 渗透率持续提升。建筑模板是一种临时性支护结构, 按设计要求制作, 使混凝土结构、构件按规定的位置、几何尺寸成形, 保持其正确位置, 并承受建筑模板自重及作用在其上的外部荷载。根据所用材料不同, 可将其分为木模板、铝模板、钢模板、塑料模板等。其中, 木材最早被用于制作建筑模板, 从使用率来看, 根据华经研究院统计数据显示, 过去几十年内木模板为主要建筑模板形式, 2020年市占率达60%。2000年以来, 清水饰面混凝土施工技术和快速拆模施工技术逐渐推广, 铝模系统的应用率逐步提升。2020年, 铝模在建筑模板市场的应用率已达20% (2016年仅5%), 渗透率提升趋势显著。

相较于传统建筑模板, 铝模板具有绿色、环保、安全、高效、高精度和可循环利用等综合优势, 在多个指标上均优于传统模板: 1) 施工质量上铝模可做到免抹灰, 同时实现垂直度、平整度5mm内, 具备精度高、误差小、观感好三大特性; 2) 施工效率上因其密度低、平均重量较轻, 可实现快装快拆; 3) 施工周期上整体短于传统模板, 经济效益较高; 4) 安全性方面铝模具备承载力较高且不易燃的特质, 同时因其免抹灰可减少坠落伤人事件; 5) 铝模可多次循环使用, 大幅减少建筑垃圾, 节能环保优势凸显。

图表 20: 铝模板综合优势



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

从成本端看, 应用铝模板具备更优经济性。基于展开模 2000 平方/层, 30 层楼的假设基础测算, 购置木模板及租赁铝模板的单位成本较为接近, 但铝模板无需二次抹灰, 可节约 18 元/平米的抹灰费用。且由于铝模施工周期较短, 人工费用相应降低。此外, 铝模在使用完毕后仍有约 0.9 倍铝锭价格的残值, 回收价值较高。综合来看, 以该 30 层楼项目为例, 使用铝模可合计节约成本约 144 万元 (不考虑残值)。

图表 21: 铝模板和木模板的经济效益对比 (基于展开模 2000 平方/层, 30 层楼项目)

项目	木模板	铝模板	可节约成本
单位成本	(材料 17 元+人工 35 元) *2000*30=312 万元	51*2000*30=306 万元	6 万元
工艺	二次抹灰费用: (材料 6 元+人工 12 元) *2000*30=108 万元	不需要二次抹灰	108 万元
施工进度	约 6 天	4-5 天	30 万元 (按平均每层节约 1 万元估算)
回收价格	基本无残余价值	铝锭价格*0.9	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

政策大力推动铝模板应用, “以铝代木”为大势所趋。铝模板可循环使用 150-300 次, 再生铝生产能耗仅为原铝的 5%, 全产业链绿色环保优势显著, 特性上十分契合绿色建筑的发展趋势, 近年来受到政策大力推广。2010 年, 住建部发布《建筑业 10 项新技术》, 要求使用先进模板材料, 采用快拆支撑技术和早拆支撑技术, 减少施工人员, 加快施工进度, 提高施工质量。《建筑业 10 项新技术 (2017 版)》正式将组合铝合金模板施工技术加入“建筑业 10 项新技术”之一的模板脚手架技术之列, 认定铝模板符合建筑工业化、环保节能的要求。在绿色施工、建筑垃圾减量的政策驱动下, 铝模板的应用率快速提升。此外, 铝模板与装配式结合使用, 可有效解决现浇混凝土与预制构件的连接问题, 减少连接节点或构件的质量通病, 提高建筑质量, 实现免抹灰, 减少后期维护成本。2016 年, 国务院发布《关于大力发展装配式建筑的指导意见》, 提出应“提升装配施工水平, 引导企业研发应用与装配式施工相适应的技术、设备和机具, 提高部品部件的装配施工连接质量和建筑安全性能”, 在性能上铝模技术与装配式建筑的工业化、预制件高精度的要求较为契合, 装配式建筑的快速发展将同步提升铝模市占率。

图表 22: 铝合金模板相关政策

时间	政策文件	部门	主要内容及影响
2020年5月	《关于推进建筑垃圾减量化指导意见》	住建部	鼓励采用工具式脚手架和模板支撑体系, 推广应用铝模板、金属防护网、金属通道板、拼装式道路板等周转材料。
2017年10月	《建筑业10项新技术(2017版)》(建质函[2017]268号)	住建部	模板脚手架技术属于“建筑业10项新技术”, 其中包括了组合铝合金模板施工技术、集成附着式升降脚手架技术、清水混凝土模板技术、管廊模板技术。组合铝合金模板施工技术得到了国家政策的进一步的鼓励和支持, 进入了“建筑业10项新技术”之一的模板脚手架技术之列, 被认定符合建筑工业化、环保节能的要求。
2017年4月	《建筑业发展“十三五”规划》(建市[2017]98号)	住建部	加快推进绿色建筑、绿色建材评价标识制度。建立全国绿色建筑和绿色建材评价标识管理信息平台。开展绿色建筑材料、工艺、技术、产品的独立和整合评价, 加强绿色建造技术、材料等的技术整合, 推荐整体评价的绿色建筑产品体系。选取典型地区和工程项目, 开展绿色建材产业基地和工程应用试点示范。
2017年2月	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》(国办发[2017]19号)	国务院办公厅	快先进建造设备、智能设备的研发、制造和推广应用, 提升各类施工机具的性能和效率, 提高机械化施工程度。限制和淘汰落后、危险工艺工法, 保障生产施工安全。积极支持建筑业科研工作, 大幅提高技术创新对产业发展的贡献率
2017年1月	《“十三五”节能减排综合工作方案》(国发[2016]74号)	国务院	实施绿色建筑全产业链发展计划, 推行绿色施工方式, 推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
2016年9月	《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》(国办发[2016]71号)	国务院办	提升装配式施工水平。引导企业研发应用与装配式施工相适应的技术、设备和机具, 提高部品部件的装配式施工连接质量和建筑安全性能。鼓励企业创新施工组织方式, 推行绿色施工, 应用结构工程与分部分项工程协同施工新模式。推广绿色建材。提高绿色建材在装配式建筑中的应用比例。开发应用品质优良、节能环保、功能良好的新型建筑材料, 并加快推进绿色建材评价。强制淘汰不符合节能环保要求、质量性能差的建筑材料, 确保安全、绿色、环保。
2016年9月	《有色金属工业发展规划(2016-2020年)》	工信部	推广铝合金的应用领域, 推广铝合金建筑模板、挤压铸件的应用, 到2020年, 实现铝在建筑、交通领域的消费用量增加650万吨。
2016年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	全国人大	实施建筑能效提升和绿色建筑全产业链发展计划。健全节能、节水、节地、节材、节矿标准体系, 提高建筑节能标准, 实现重点行业、设备节能标准全覆盖。
2014年7月	《住房城乡建设部关于推进建筑业发展和改革的若干意见》(建市[2014]92号)	住建部	推动建筑施工安全专项治理。研究探索建筑起重机械和模板支架租赁、安装(搭设)、使用、拆除、维护保养一体化管理模式, 提升起重机械、模板支架专业化管理水平。
2014年1月	《绿色保障性住房技术导则》	住建部	采用工具式定型模板, 提高模板使用率。工具式定型模板使用面积占模板工程总面积的比例宜达到51%以上。
2013年1月	《绿色建筑行动方案》(国办发[2013]1号)	国家发改委、住建部	加快建立促进建筑工业化的设计、施工、部品生产等环节的标准体系, 推动结构件、部品、部件的标准化, 丰富标准件的种类, 提高通用性和可置换性。
2010年10月	《建筑业10项新技术(2010)》	住建部	将新型模板及脚手架应用技术列入“10项新技术”中, 其中包括了清水混凝土模板技术、早拆模板施工技术等技术。
2007年9月	《绿色施工导则》(建质[2007]223号)	原建设部	鼓励各地区开展绿色施工的政策与技术研究, 发展绿色施工的新技术、新设备、新材料与新工艺, 推行应用示范工程。采取

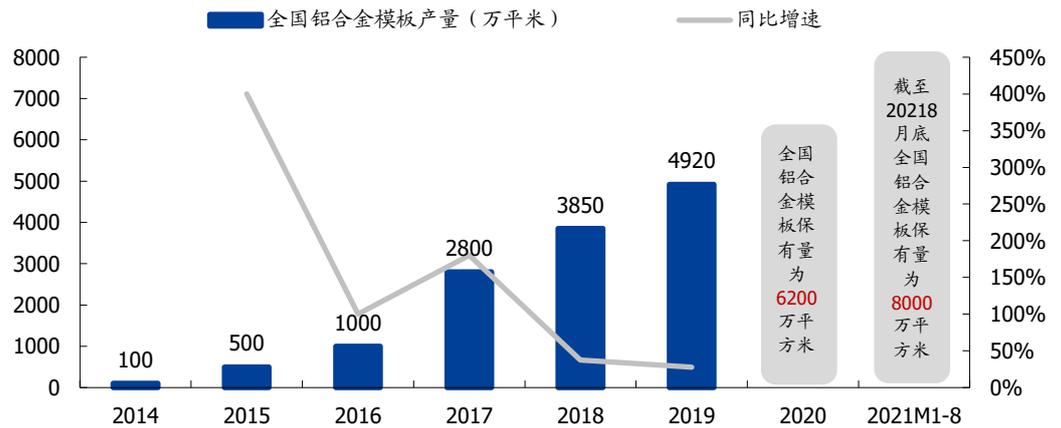
技术和管理措施提高模板、脚手架等的周转次数。施工前应对模板工程的方案进行优化。多层、高层建筑使用可重复利用的模板体系，模板支撑宜采用工具式支撑。大力发展清水混凝土施工技术、新型模板及脚手架等技术的研究与应用。

资料来源：各政府部门，国盛证券研究所

2.2. 竞争格局：龙头集中度偏低，多重因素促行业加速出清

全国铝模产量快速攀升，行业不断扩容，市场竞争加剧。2014-2019年，我国铝合金模板产量由100万平方米快速增加至4920万平方米，CAGR达118%。根据中国基建物资租赁承包协会统计测算，截至2020年12月底，全国铝合金模板市场保有量达6200万平方米（含非标模板），相关铝合金模板研发设计、生产加工、租赁承包企业800余家。2021年8月，全国铝模板保有量进一步增至8000万平方米，企业数量升至850家，其中自有产能在100万平方米以上的约为17家。经济效益提升叠加绿色低碳、装配式建筑等政策催化下，铝模市场规模快速扩张，近几年行业持续高景气，吸引大批新入者投资建厂，竞争不断加剧。

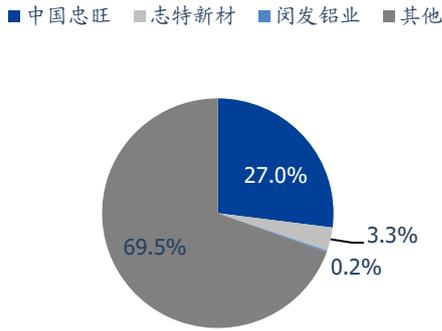
图表 23: 全国铝模板产量及同比增速



资料来源：基建物资租赁承包协会，智研咨询，国盛证券研究所

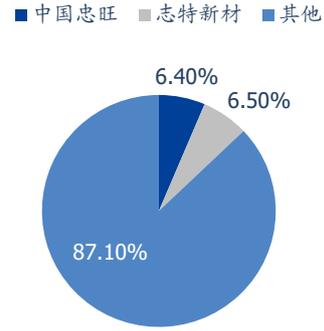
市场集中度偏低，龙头市占率提升空间较大。根据中国基建物资租赁承包协会披露的数据，2020全年我国建筑铝合金模板生产销售、租赁承包收入合计约364亿元。以该总收入数据为基础，测算头部企业中国忠旺的市占率约为27.0%（2020年忠旺铝模业务营收为98.2亿元）；志特新材市占率约为3.1%；闽发铝业约为0.2%，其余合计共占约70%，整体集中度较低。进一步拆分来看，基于根据行业经验给出的销售单价及租赁周转率等假设，估算可得2020年铝模销售的总收入约为237亿元，租赁市场规模约为127亿元。以租赁收入数据为基础，测算得志特新材在铝模租赁市场的市占率约6.5%（2020年志特铝模租赁营收为8.3亿元，占74%）；中国忠旺约为6.4%（2020年忠旺铝模租赁营收为8.1亿元，占6%），头部企业仍存在较大的市占率提升空间。

图表 24: 铝模行业竞争格局



资料来源: 公司公告、基建物资租赁承包协会, 国盛证券研究所

图表 25: 铝模租赁行业竞争格局



资料来源: 公司公告、基建物资租赁承包协会, 国盛证券研究所

图表 26: 铝模板细分市场模估算

业务模式	保有量 (万平方米)	单价 (元/平方米)	周转次数 (次/年)	市场规模(万元)
租赁	x	18	20	360x
销售	6200-x	889	-	889*(6200-x)
合计	6200	-	-	3640000
铝模板租赁市场规模(亿元)			127	
铝模板销售市场规模(亿元)			237	

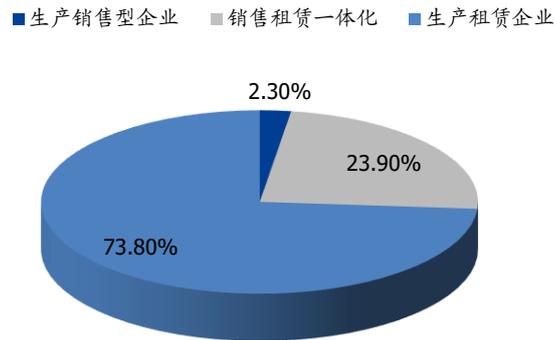
资料来源: 基建物资租赁承包协会, 国盛证券研究所

租赁成主流经营模式, 长期看竞争格局有望重构。从企业类型看, 租赁已成为铝模板行业主要的业务模式, 根据《2020年中国建筑铝合金模板行业发展报告》, 2020年以租赁为主要业务的铝模企业占比已达74%; 销售租赁一体化企业达24%; 铝模销售型企业仅占2%。对业主而言, 铝模板虽然在综合性能上显著优于木模板, 但单独购置的价格远高于租赁成本, 项目初期一次性购置会占用大量流动资金。同时, 铝模在单项目使用后需要清理残渣、喷漆, 部分需维修后才能投入二次使用, 购买自用的维护成本较高。**长期来看, 租赁为主导的经营模式有望从两个方面改变现有的竞争方式:**

1) 以铝模销售为核心业务的企业营收增速将有所放缓, 行业进入旧板循环为主的经营业态。从铝模产能情况来看, 全国铝模产能增速已呈现下滑趋势, 后续产能将逐步接近饱和, 行业增长将更多依赖铝模板循环周转带来的租赁收入, 随铝模板渗透率持续提升, 聚焦租赁业务的铝模企业将迎来快速发展期。

2) 租赁模式将对企业综合管理能力提出更高要求, 管理优势突出的企业市占率有望提升。在铝模板产量高速扩张的时期, 市场新入者通过投资建厂, 生产铝模销售之后即可获得利润, 对于铝模销售业务而言仅需企业把控制造环节成本即可基本稳定利润率, 闭环较短。但铝模板租赁业务需要企业进行从生产、出租到回收、维护全链条的管理, 业务节点显著增多, 成本控制难度提升, 对于企业的综合管理能力提出更高要求, 具备精益化管理体系的企业有望进一步凸显竞争优势。

图表 27: 铝模板租赁行业不同经营模式占比



资料来源:《2020年中国建筑铝合金模板行业发展报告》,国盛证券研究所

短期来看多个扰动因素有望加速市场出清: 1) 受疫情影响部分地区工程进度滞后,回款放缓,现金流不稳定、经营韧性较差的企业面临经营困难。根据中国模板脚手架协会于2021年3月进行的调研统计所示,行业当前开工率不足,新签项目较少,70-80%的企业新签合同额等于或低于去年均值;同时,工程进度放缓、地产融资链趋紧等因素导致回款周期相对拉长,部分企业面临较大的资金压力。2) 原材料价格大幅上涨。年初以来,铝锭等原材料价格上升趋势显著,一定程度压降了部分议价能力较弱企业的利润空间,促使行业出清。3) 能耗双控的政策要求下,部分地区采取限电限产措施,非A类企业的用电均受到影响,拖累生产进度,进一步加剧经营困难。多个因素催化下,市场出清进程有望加快,头部企业的市场份额将进一步提升。

图表 28: 铝锭价格走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 铝模行业主要企业基本情况

公司名称	简介	营收规模
中国忠旺	公司成立于 2008 年 1 月 29 日，香港主板上市公司，注册资本 30 亿港元。该公司主要生产高附加值工业铝型材产品，多年来致力于交通运输、机械设备及电力工程等领域的节能与轻量化发展，并为之提供工业铝型材产品。2017 年，该公司业务延伸至铝合金模板的生产和销售，销售规模较大。	2020 年实现营收 131.5 亿元（其中铝模销售 98.2 亿元，占比 94%；铝模租赁 8.1 亿元）
志特新材	公司自 2011 年成立以来深耕建筑铝模市场，专注于为客户提供建筑铝模系统的研发、设计、生产、销售、租赁和相应的技术指导服务，系专业从事铝模系统的综合服务供应商。2020 年铝模产能保有量约为 210.28 万平米。	2020 年实现营收 11.2 亿元（其中铝模租赁 8.3 亿元，占 74%）
恒铝科技	公司成立于 2016 年 9 月 23 日，2019 年 11 月由华铁应急收购，主营建筑铝合金模板设计、生产、销售、租赁等业务。除租赁外，浙江恒铝在浙江和贵州建有铝合金模板基地，其生产能力和预拼装能力已达行业先进水平。截至 2020 年末，公司自有的铝模板面积已超 60 万平方米。	2020 年实现营收 1.5 亿元
闽发铝业	公司成立于 1997 年 9 月 15 日，深圳证券交易所中小企业板上市公司，注册资本 9.88 亿元，总部位于福建省南安市。公司主要从事铝型材加工业务，主要产品分铝合金门窗、幕墙建筑型材、工业型材、建筑铝模板和铝单板四大类。2015 年开始涉足铝模板行业，铝模板业务规模较小。	2020 年内实现营收 15.9 亿元，其中铝模板业务营收 9084 万元
昌宜（天津）模板租赁有限公司	该公司成立于 2016 年 8 月 11 日，注册资本 1 亿元，是一家融合租赁业、制造业、施工服务业、金融业为一体的铝模租赁合作运营服务商。公司在全国建立 70 余个物资基地、60 余个市场和工程技术服务网点、6000 余亩租赁中心，仓储总面积达 200 万㎡，旗下设立昌宜（深圳）模板租赁有限公司、西安昌宜建材科技有限公司、安徽昌宜建筑科技有限公司、重庆昌宜建筑科技有限公司、北方昌宜建筑科技有限公司 5 家子公司。	（未上市）
广州景兴建筑科技有限公司	该公司成立于 2013 年 12 月 16 日，注册资本 1 亿元，是国内大型铝合金模板企业之一，专注于建筑工业化系统的研发、设计、生产、施工安装及配套咨询服务，业务覆盖全国及东南亚、非洲、澳洲等海外国家及地区。	（未上市）
晟通科技集团有限公司	该公司成立于 2003 年 7 月 24 日，注册资本 10 亿元，主要经营高级铝箔业务和新型铝模板业务，通过对铝合金高效应用的研发与创新，已实现在食品包装、绿色建筑等领域的领先发展。	（未上市）

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

2.3. 行业空间：对标海外成熟市场增长空间广阔，潜在规模约 625 亿元

对标韩国市场我国铝模渗透率偏低，市场增长空间广阔。根据《2020 年度铝模板行业发展调查报告》，2020 年，我国铝模板占建筑模板的比例约为 20%，其中铝模在中高层建筑的渗透率约为 30%，对比韩国中高层 90% 的铝模渗透率仍有较大的提升空间。从未来趋势看，铝模租赁市场的快速发展有望进一步凸显其优异性能带来的综合成本效益，同时装配式建筑、绿色施工等政策预计将加速推动“以铝代木”的发展进程，驱动铝模渗透率快速提升。

按“全国房屋新开工面积*铝模板渗透率*单位产值”计算，到2025年铝模市场规模有望达625亿元，五年CAGR达11.4%：

1) 新开工面积：以2020年数据为基础，保守假设后续每年新开工面积下滑3%，故2021-2025年全国房屋新开工面积分别为21.8/21.1/20.5/19.9/19.3亿平方米。

2) 铝模板渗透率：假设铝模板渗透率逐年攀升，2021-2025年渗透率分别达24%/28%/32%/36%/40%。

3) 单位产值：以2020年铝模市场规模数据（364亿元）、房屋新开工面积（22.4亿平方米）及铝模渗透率（20%）数据为基础，测算得单位面积的铝模市场产值约为81.1元。

图表30：铝模板市场规模测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
房屋新开工面积（万平方米）	224433	217700	211169	204834	198689	192728
同比增速		-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
铝模渗透率	20%	24%	28%	32%	36%	40%
铝模市场规模（亿元）	364	424	479	532	580	625

资料来源：基建物资租赁承包协会，国盛证券研究所

从市场集中度看，按韩国铝模市场CR3计算，成熟市场下头部铝模企业的市场规模有望达469亿元。韩国铝模市场中，市占率排名前三的分别为韩国三木、韩国金刚及现代铝业，2019年市占率分别为40%/28%/7%，CR3达75%，市场高度集中。按该CR3比例计算，成熟铝模市场下我国头部铝模企业的份额有望达469亿元。

图表31：韩国铝模市场竞争格局

公司	2019年	2018年	2017年
韩国三木	40%	39%	40%
韩国金刚	28%	36%	38%
现代铝业	7%	8%	7%
其他	25%	17%	15%

资料来源：韩国三木公司年报，国盛证券研究所

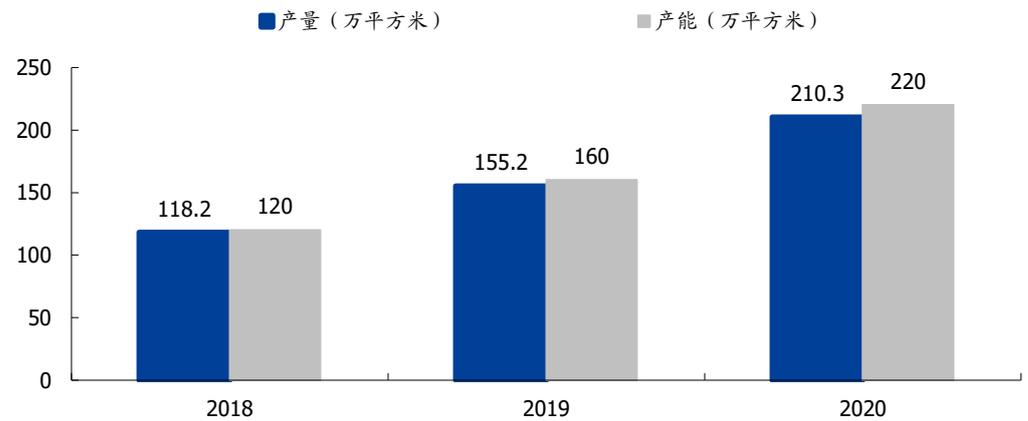
3. 竞争优势：规模、渠道优势突出，信息化管控持续赋能

3.1. 规模品牌：规模效益逐步凸显，品牌辐射能力有望持续提升

产能快速扩张，规模优势持续凸显。2018-2020年，公司铝模板产能由118万平方米快速攀升至220万平方米，CAGR达33%，产量增长速度与产能基本同步，近三年产能利用率为99%/97%/96%。公司总产能分布于江西志特、江门志特、山东志特、湖北志特四大生产基地，初步形成了覆盖华东、华南、华北、华中的网状辐射结构，2020年四大生产基地的产能分别为107/34/46/31万平米，分别实现产量103/32/44/31万平米，总产量达210万平米，占全国铝模板总保有量的3.4%。产能扩张下，公司规模优势持续凸显，市占率加速提升，同时全国性的产能基地布局增强了公司的业务响应能力，运

输半径不断拓宽，综合成本效益逐步显现。

图表 32: 2018-2020 年公司铝模板产量及产能



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 33: 公司生产基地布局及产量情况

生产基地	成立时间	生产地址	主要服务市场	产量 (万平方米)		
				2020 年	2019 年	2018 年
江西志特	2011.12.8	江西广昌	华南、华东、境外	102.81	90.63	75.23
中山志特	2016.3.31	广东中山	华南	-	17.09	16.11
山东志特	2017.5.23	山东临朐	华东、华北	44.44	21.76	13.79
湖北志特	2018.1.12	湖北咸宁	华中、西南	30.81	23.6	13.08
江门志特	2018.8.1	广东开平	华南	32.21	2.16	-
合计	-	-	-	210.27	155.23	118.21

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所 注: 2019 年 11 月起中山志特的生产业务转移至江门志特

行业地位突出，品牌认可度高。公司拥有中国模板脚手架协会企业特级资质，为中国模板脚手架协会副理事长单位，并作为主要参与人参与编制了组合铝模板协会标准，行业地位突出。公司产品和服务受到业内高度认可，在国内被评为“江西省优秀产品”及“江西省名牌产品”，并多次依托可靠的产品质量和优秀的技术服务被客户授予“优质铝模供应商”等称号；在国外公司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，属目前国内外取得该资质的少数企业之一，品牌认可度较高。此外，公司上市有望进一步增强品牌辐射效应，同时拓宽融资渠道，为公司进一步扩张产能提供增量资金支持。

3.2. 客户渠道：渠道铺设完善，优质客户资源丰富

销售体系布局完善，可触达境内外多个重点地区客户。公司建立了完善的销售网络，已在华东、华南、华北、华中、西北、马来西亚、新加坡、柬埔寨等国内外地区设立 10 余家子公司进行产品推广和技术服务，产品出口至马来西亚、新加坡、印度、柬埔寨等多个国家及地区。渠道铺设完善，先发优势显著。

图表 34: 公司销售网络布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

下游优质客户资源丰富, 大客户粘性强。公司与中建、中铁、中冶等国内大型建筑总包方和区域建筑总包方保持了长期合作关系; 大部分项目分布在国内一二线城市、雄安新区、粤港澳大湾区以及国外重点城市和地区, 同时与马来西亚、新加坡等国外多家建筑施工企业建立了长期互信的合作伙伴关系。中国建筑已连续三年为公司第一大客户, 2018-2020 年营收占比分别为 9.0%/14.1%/12.5%; 碧桂园连续三年为前三大客户之一, 大客户粘性较强, 为公司业绩稳健增长提供重要支撑。

图表 35: 2018-2020 年公司前五大客户情况

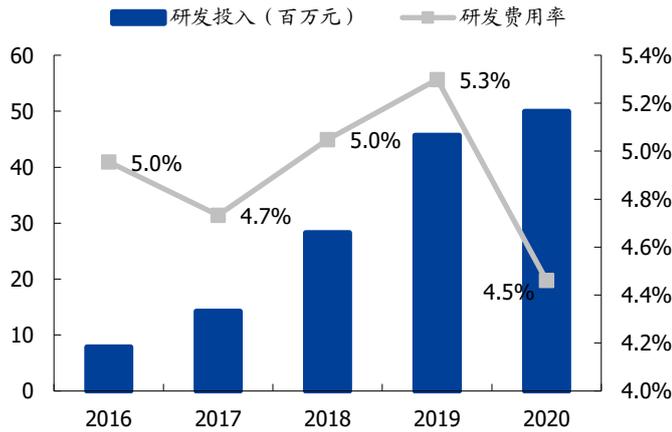
年份	客户名称	销售金额 (万元)	占比 (%)
2020 年	中国建筑集团有限公司	13,940	12.5
	广东亿德兴工程建设有限公司	5,599	5.0
	碧桂园控股有限公司	4,849	4.3
	深圳市建工集团股份有限公司	3,438	3.1
	海天建设集团有限公司	2,484	2.2
	合计	30,310	27.1
2019 年	中国建筑股份有限公司	12,118	14.1
	碧桂园控股有限公司	5,579	6.5
	广东新拓展建筑工程有限公司	4,138	4.8
	广东亿德兴工程建设有限公司	2,862	3.3
	广东寰业金属材料有限公司	2,700	3.1
	合计	27,397	31.8
2018 年	中国建筑股份有限公司	5,047	9.0
	碧桂园控股有限公司	4,889	8.7
	常德市中房建筑工程公司	3,595	6.4
	中天控股集团有限公司	2,147	3.8
	中兴建设有限公司	1,720	3.1
	合计	17,399	31.1

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.3. 技术研发：技术成果丰硕，可实现高精度设计生产流程

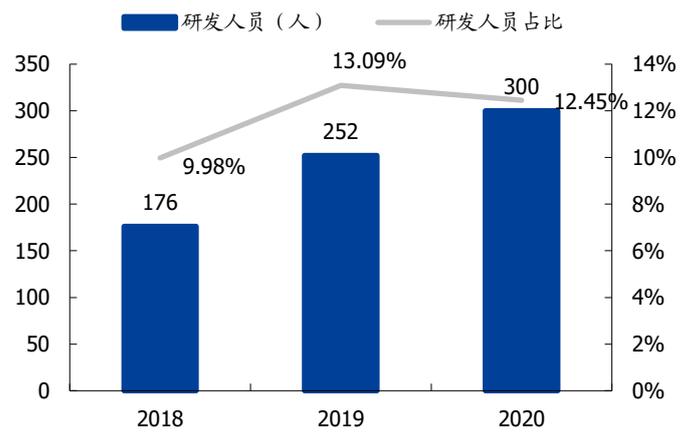
研发投入稳步增长，创新体系扎实。2018-2020年，公司研发费用分别为2826/4568/4994万元，研发投入逐步攀升，研发费用率稳定维持在较高水平。同时，公司研发团队不断扩张，截至2020年12月公司已有研发人员占300人，占总员工数量的12.5%，其中多名研发中心核心技术人员通过员工持股平台持有公司股份，激励制度完善，保障了创新团队的稳定性。依靠自身组建的研发中心进行创新的同时，公司积极联合科研院所开展合作，形成技术创新机制，助力公司实现产品体系的持续迭代创新，为下游客户即时提供契合行业需求的铝模系统解决方案。

图表 36: 公司研发投入及研发费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 公司研发人员及研发人员占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

技术成果丰硕，持续赋能产品设计及生产进程。截至2021年4月，公司共取得实用新型专利152项、外观设计专利10项、软件著作权16项，相较其他同业公司具备较强的技术竞争优势。公司取得的技术成果应用于产品设计及生产环节：

1) 设计端：基于BIM技术，公司对施工项目进行分析、建模、配模，建立了立体化设计的工作平台，使项目的实施过程更为精密、自动、可视、高效，增强了建模、配模的精确度和效率。同时，公司设立了标准板库、立体仓库以及模板自动匹配系统，增强了设计与后端制造的联动性。公司自研的三维配模软件、自动AI配模系统可自动识别结构，减少尺寸误差，节约配模时间；智能拼装BIM-VR验收系统可实现客户远程验收；管理系统可自动生成二维码对应每块模板，实现出库一码一物，大幅提升设计流程效率的同时实现了和后续业务节点的有效对接。

2) 生产端：铝模板生产需要经过开料、冲孔及焊接三大环节。公司持续重视开料环节的技术提升，通过吸收再创新掌握了“多头锯切技术”、“锯切水冷技术”、“锯切自动定尺技术”等核心技术，有效促进了铝型材及辅材的切割标准及精度保持统一，使后续生产过程误差最小化。焊接环节，公司采用了自动化焊接，人工装卸、机器人焊接等技术，控制系统采用DSP和EPGA技术，实现4-5轴联动，能够在机器高速运行的同时提升稳定性。

高精度的设计及生产体系为公司产品创新奠定了扎实的基础。从产品性能来看，公司铝模系统从中小负载逐步拓展至大负载，产品结构上由单一的铝模65螺杆系统拓展至铝模63.5拉片系统、铝模65拉片系统、快速式顶板系统、铝制隧道模系统、电梯井自动控制爬模系统等多类结构式产品，体系不断丰富，有效契合了下游持续迭代的铝模系统需求。

图表 38: 同行业公司持有专利数量对比

公司	实用新型专利	外观设计专利	发明专利	软件著作权	合计
志特新材	152	10	-	16	178
华铁应急	51	-	6	-	55
闽发铝业	77	11	11	-	99
合迪科技	69	-	18	-	87
韩国三木	49	11	-	-	60
韩国金刚	47	16	-	-	63
奥地利 DOKA	168	45	10	-	223
德国 PERI	233	53	25	-	311

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 39: 公司铝模板核心技术

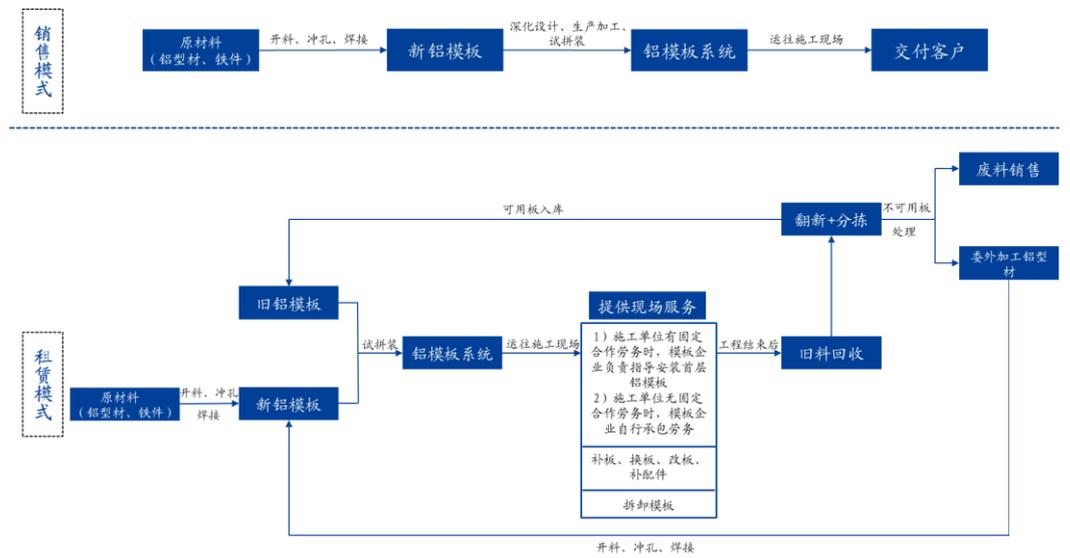
技术名称	技术概要	技术来源	应用
模板系统智能设计技术	在运用 BIM 技术建立的三维模型中, 智能配模系统结合结构承重、标准化程度及原材料耗用等方面要求, 自动拾取构件进行智能配模, 同时流程清晰可视, 便于设计人员及时调整方案, 使设计更为精准、高效。	原始创新	模板构件设计
加固系统智能设计技术	在运用 BIM 技术建立的三维模型中, 自动进行加固系统设计, 同时过程清晰可视, 便于设计人员在设计过程中随时调整设计方案, 提高了加固构件的准确率, 还可虚拟还原项目结构情况。	原始创新	加固构件设计
三维模型智能建模技术	在深化图纸的基础上自动生成三维结构模型及其它细节部位构造, 提高客户体验, 为后期其他业务的开展提供有力支持。	原始创新	三维模型深化
生产图纸自动出图技术	运用 BIM 技术, 实现每块模板、每根背楞的自动独立出图, 图纸包含生产需求的所有属性。	原始创新	制图设计阶段
螺杆拉片转连接技术	自主研发设计的螺杆拉片转接连接器, 综合了螺杆和拉片的优点, 解决了部分较厚墙柱纯拉片不适合的问题, 简化了安装工序, 提高了加固构件的重复利用率。	原始创新	铝模系统应用
窗台一次成型技术	自主研发设计的窗台模板, 通过斜立面连接相互平行的高低面板, 可以应用于止水坎、向下压槽的施工, 一次成型效果好, 提高了构件的重复使用率。	原始创新	铝模系统应用
多头锯切技术	多头锯切机锯床传动及进给均采用松下数控系统控制, 使下料尺寸精度更高, 操作更简单, 同时刀具采用硬质合金圆锯, 切削速度更快, 生产效率更高。	吸收再创新	模板构件生产
锯切水冷技术	在切割过程中将水喷射在锯切位置, 防止锯片过热, 使被切割材料保持原有特性, 同时延长锯片使用寿命。	吸收再创新	模板构件生产
锯切自动定尺技术	定尺系统及电气元器件采用控制器和触摸屏控制, 定尺挡板采用高精度直线导轨, 锯切进给采用液压方式, 使锯切过程更为平稳精准, 切割效果更好。	吸收再创新	模板构件生产
自动化焊接技术	人工装卸, 机器人焊接, 控制系统采用 DSP 和 EPGA 技术可实现 4-5 轴联动, 高速运行时稳定性高; 执行部分采用交流伺服电机, 实现高精度、高速运行、稳定性高的特点。	吸收再创新	模板构件生产
铝合金焊接技术	铝模专用焊机, 采用特殊的焊铝程序设计, 解决了焊铝起弧难熔合, 收弧易形成焊接缺陷的难题; 同时公司内部经过长期的实验, 通过控制焊接顺序与焊接电流, 减少模板变形。	吸收再创新	模板构件生产

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.4. 信息化管控：全流程信息化平台赋能，精益化管理能力突出

构建业务全流程信息化管理平台，实现精细化管理。相较“生产-销售”的经营模式，铝模板租赁业务的节点显著增多，成本控制难度提升，对于企业的精益化管理能力提出更高要求。公司于2016年自建信息化研发团队，针对租赁业管理链条长且复杂的行业痛点定制化开发信息系统，该业务系统从上至下打通业务全链条，覆盖客户管理、项目收款、设计配模、智能制造、质量验收、工程服务等各个环节，可有效对接租赁业务各个节点，实现信息实时共享，提升了管控效率。

图表 40：租赁模式业务节点显著多于销售模式



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

具体来看，公司信息化平台包含销售管理、设计管理、智能配模、生产管理、仓库管理等多个系统，实现了项目从立项至租赁铝模板回厂的闭环管理：

1) 销售阶段：公司销售系统在实现客户管理、销售资源分配等基础功能的同时，可根据铝模板库存情况指引销售人员谈单并提出报价参考。系统会在分析未来每个月旧板和新板的库存情况后指引销售在谈单过程中引导客户签旧板或新板类合同，以促进所有的旧板库存被合理循环利用。

2) 报价阶段：项目在立项后由公司报价系统提供参考报价，主要基于项目楼型的复杂程度、材料成本以及付款条件（资金占用情况）。系统在测算上述因素后给予报价指引及利润率估算结果，其中高于一定利润率水平的项目将由系统自动接单，大幅节省审批时间；低于预设利润率水平的项目将被提交至总经理或董事长的审批节点，进行额外人工审核。该报价系统可实现财务、销售、设计三方的信息实时共享，大幅提升签单效率。

3) 设计阶段：合同签订后系统将自动下达深化设计单，并由系统在分析项目交期、设计团队在手订单情况、预计业务量等因素后安排给相应的设计团队。设计团队基于公司自研的 BIM 系统进行深化设计，在图纸交付后会自动生成生产清单、打包清单、安装示意图以及生产图纸，并由系统导入后续生产及打包系统。

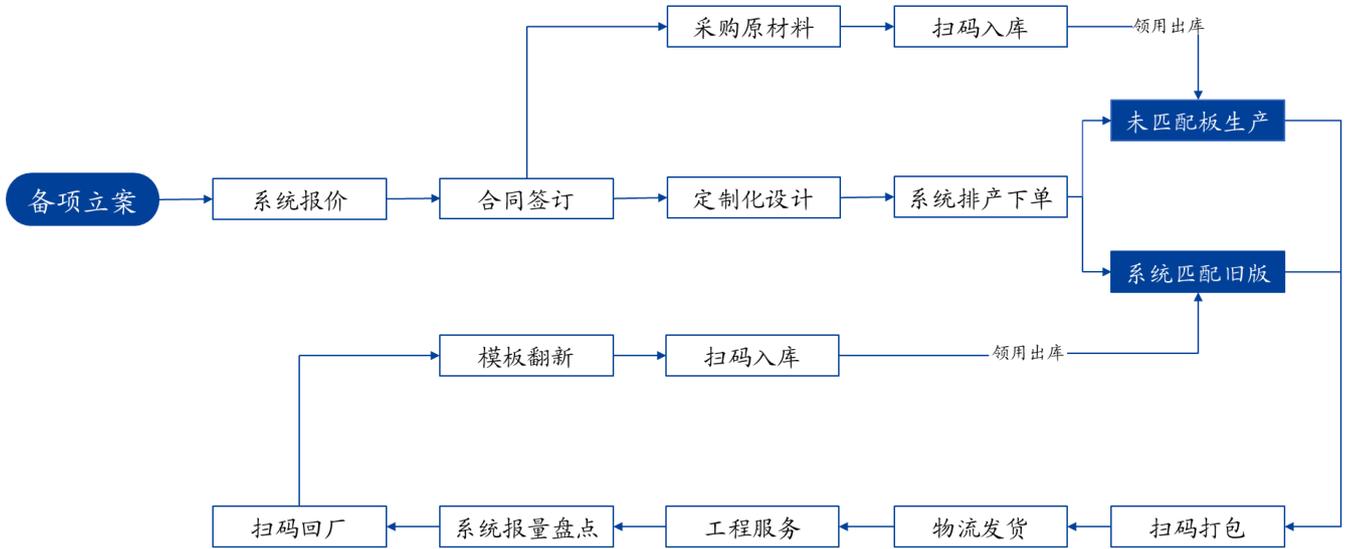
4) 生产阶段：生产系统将根据设计规则，自动匹配仓库库存的同规格旧板或标准板，可实现库存旧板最大化利用。需要额外新料的会进一步下单新生产任务，按照原材料、工艺等进行分类后拆分为单位生产订单，并下放到各生产车间，每块板均配有二维码包含生产规格等基本信息。

5) **物流阶段**: 打包系统会基于安装现场情况将临近单元和部位打包在一起, 同时基于生产阶段中配置的二维码进行校验, 校验无误后运至货车上发给客户。每一包货物上均有物料清单标明规格, 同时每一块铝板均有二维码标明安装位置。

6) **回收阶段**: 项目结束后, 系统会扫码实时对比发货数据和设计数据, 两者一致后模板回库, 校验期间有不一致会直接在现场和客户确认遗失情况, 保证相关损失由客户直接承担。回库后, 车间会清理脏板并对变形板进行修复, 翻新版扫码后可再次入库, 等待系统自动匹配领用至新项目。

信息化系统管控全业务流程, 实现了较低的物资丢失率、高模板周转率及利用率, 经营效率及管控精度大幅提升。2018-2020年, 公司铝模板租赁平均周转次数分别为24.77/24.54/26.46次(层), 周转率维持在较高水平; 铝模板回收利用率分别为78.19%/78.67%/86.46%, 其中标准版回收利用率持续保持在较高水准。借助信息化管理的优势, 公司有效提升了铝模租赁业务经营效率及管控精度, 为公司铝模业务构筑核心优势。

图表 41: 公司全流程信息化管理平台

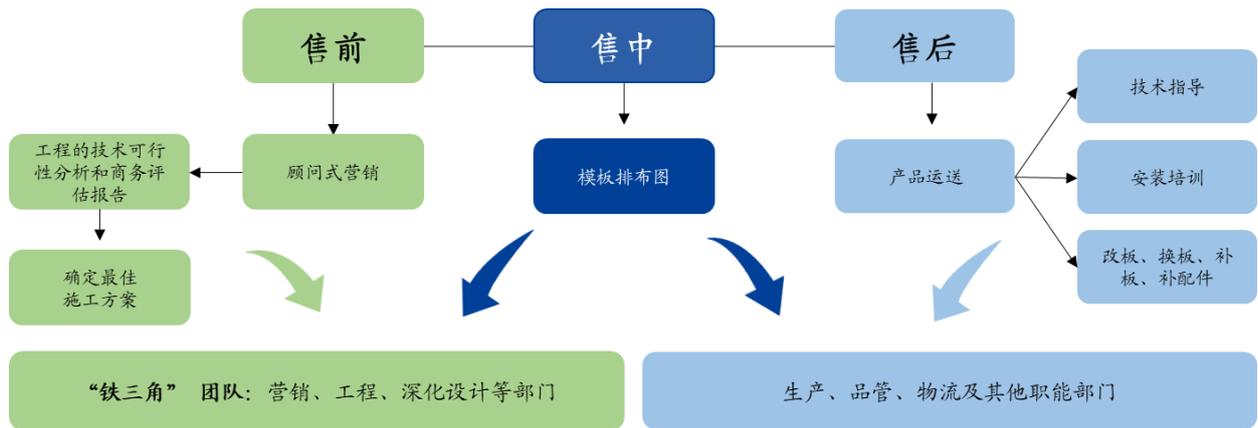


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

服务体系完善, 实时跟进客户需求。基于业务信息化管理系统, 公司构建了涵盖售前、售中、售后阶段综合服务体系, 通过信息化平台实时跟进项目进度及客户的阶段性需求。**售前阶段**, 公司提供顾问式营销, 在项目工程的预评估阶段, 根据客户需求免费为客户提供工程的技术可行性分析和商务评估报告, 帮助客户确定最佳施工方案; **售中阶段**, 公司为客户绘制出模板排布图, 并与客户进行充分沟通后确认图纸; **售后阶段**, 公司将产品运送到施工现场后, 将继续为客户提供技术指导、安装培训、改板、换板、补板、补配件等服务。其中, **营销服务前端**由公司销售、工程、深化设计等部门构成的“铁三角”团队负责提供技术解决方案; **营销服务后端**由生产、品管、物流及其他职能部门负责管控产品交期、质量控制、物流安全等进程。各部门间基于信息化平台快速协同, 及时响应客户需求, 建立了较为完善的综合服务体系。

截至2021年11月, 公司已有营销及服务团队人员400余人, 区域服务人员力争2小时内到达项目现场; 各生产基地辐射范围500公里内的补料力争当日到达, 其他区域力争24-48小时运至施工现场。

图表 42: 公司全方位综合服务体系



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 成长驱动力: 产能、渠道持续扩张, 品类多元化开拓

4.1. 扩产能: 加盟模式加速扩张进程, 规模优势有望进一步突显

持续布局全国生产基地, 产能进一步扩张。截至 2020 年底, 公司已有产能约 220 万平米, 产能利用率接近 100%, 整体产能较为饱和, 仍存在较大的扩张需求。当前, 公司共有五个在建产能基地, 分别位于江门、海南、重庆、甘肃及广东, 待各大项目陆续投产后, 公司总产能有望进一步扩张, 大幅提升公司业务承接能力及市占率, 华中、华东、华南、华北的网状辐射效应将持续凸显, 带动综合成本效益提升。

图表 43: 公司全国性生产基地布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

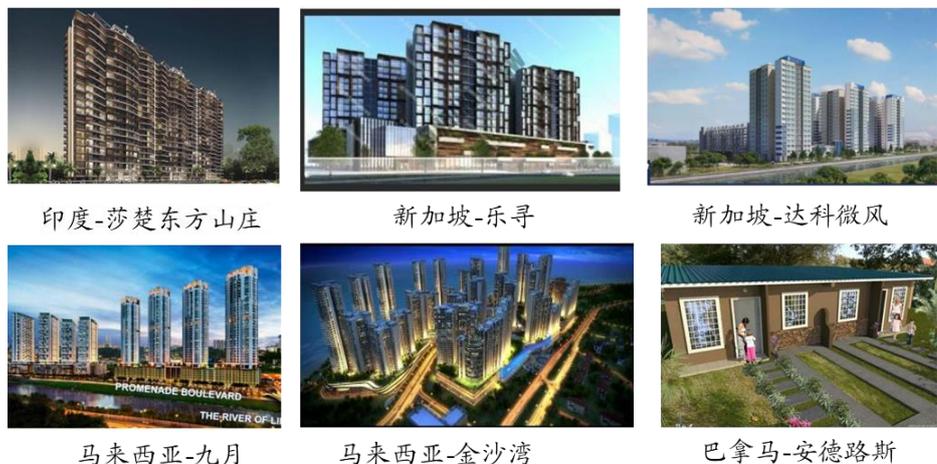
“自建+加盟”双轮扩产模式加速扩张进程，信息化系统大幅提升管控半径上限。在建的产能项目中，广东凯瑞及甘肃志特为2021年下半年公司与铝模行业优质企业加盟设立的合资公司。加盟模式下，合作标的基本为业内较为优质的铝模运营商，由公司输出信息化管理平台将后端生产与其前端的运营流程打通。并入企业的主要资产为其库存铝模板，在铝价高企的态势下具备较高的资产价值，同时“自建”+“加盟”的扩产模式将进一步加速公司的业务扩张进程，加速市占率提升。此外，在全链条信息化系统的赋能下，公司管理半径上限有所提升，能够保障公司在业务规模扩张的同时仍能实现高效、精准的铝模设计、生产及周转流程。

4.2. 铺渠道：沉淀优质客户，加速境内外销售渠道铺设

聚焦优势资源，做强做优核心客户。公司将持续以发展大客户为战略重点，与国内、境外各区域主流开发商、排名前列的建筑总包方签订战略集采协议，聚焦高附加值优质客户。同时，公司将积极保持一定目标比例的模板出售，提高客户粘性，为客户提供模板管理等增值服务，沉淀新客户资源。

加强境内综合服务网络，积极开拓海外市场。从境内市场来看，目前公司已初步建成了覆盖多个重点地区的全国性综合服务网络，后续将进一步推进重点城市的开拓进程，扩大业务版图，夯实服务体系优势。**海外市场方面**，近年来，借助“一带一路”出海战略，公司在新加坡、马来西亚、柬埔寨等多地均有布局，产品广泛应用于多个境外地区的重点建筑项目。未来三年，公司计划对重点国家设立区域小组，深度调研后针对优势明显地区设立分支机构，进一步完善海外销售渠道，扩大国际市场份额。

图表 44: 公司海外工程案例



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 45: 海外市场业务开拓情况

境外市场	业务开展情况
新加坡	2014年首次进入该市场，2017年收购新加坡志特
马来西亚	2015年首次进入该市场，2015年成立子公司马来西亚志特
印度	2015年首次进入该市场
柬埔寨	2018年首次进入该市场，2019年成立子公司柬埔寨志特
沙特阿拉伯	2019年首次进入该市场

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

4.3. 增品类：加强一体化铝模供应能力，品类布局持续多元

加强一站式铝模服务供应能力，巩固领先优势。未来，公司计划持续加大模架产品的创新投入，加强对地下室、非标层结构的研究，拟实现地下室系统、非标层、标准层、屋面层及附属爬架的最优产品组合，进一步完善铝模体系布局，强化一体化方案供应能力。一站式服务能力的提升有望持续巩固公司在铝模板产品的市场地位，进一步扩大市场份额，保持行业领先竞争优势。

拓宽应用领域，品类布局多元化发展。2019年，公司开发了与铝模系统配套使用的爬架产品，并于2019年下半年起积极推进相关业务发展。在建筑施工中，爬架与铝模系统配套使用可有效提升施工效率，该产品与铝模系统可形成较强的品类协同效应，有望提升公司项目附加值。后续，基于爬架产品的开拓思路，公司计划积极试点装配式PC构件、PPVC等协同产品（目前已在海南初步规划部分PC产能），同时延伸应用领域，探索并推进如地铁、桥梁、油罐、大坝等具有高附加值的公建产品，形成多元化的品类布局，打造多个盈利增长点。

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1. 盈利预测

1) 铝模板租赁业务

产能方面，近年来公司持续快速扩张产能，2018-2020年总产能分别为120/160/220万平方米，同时产销率保持高位，2018-2020年总产量分别为118/155/210万吨。我们预计公司未来产能有望保持30%以上，分别为32%/31%/30%，产量也保持该增速。

模板结存方面，公司2018-2020年期末模板结存量分别为103/149/203万平方米，考虑到公司生产的模板一方面用于租赁，一方面用于销售，用于租赁的模板也存在一定的损耗，扣除销售掉的模板，我们计算公司2018-2020年模板结存率分别为63.7%/61.8%/62.0%，并预测公司2021-2023年模板结存率保持62%左右，并进一步可以测算2021-2023年公司期末模板结存量分别为275/369/489万平方米。

出租率与周转次数方面，2018-2020年公司铝模板出租率分别为82.3%/70.7%/70.1%，我们预计未来公司出租率有望基本维持该水平，呈小幅上升趋势，2021-2023年分别为71%/72%/73%。同时周转次数方面，预计未来3年公司分别周转次数分别为26.6/26.8/27.0次（层），也呈小幅上升趋势。

租赁收入总面积，基于公司各期末模板结存量，以及未来公司铝模板周转次数，我们预测公司2021-2023年租赁收入总面积分别为6365/8638/11592万平方米，同增37%/36%/34%。

租赁单价方面，预计未来3年呈小幅回升趋势，保守预计分别为17.2/17.3/17.4元/平米。

租赁业务收入方面，基于租赁收入总面积及租赁单价预测值，我们可以预测2021-2023年公司铝模板租赁业务分别实现营收11.0/14.9/20.2亿元，同增32%/37%/35%。

毛利率方面，2021年公司毛利率受原材料价格上涨影响而有所下降，后续随着原材料价格趋稳，预计公司未来毛利率有望逐步回升，假设公司2021-2023年铝模板租赁业务毛利率分别为44.0%/44.5%/44.8%。

图表 46: 铝模板租赁业务盈利预测

	2018年	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E
产能(万平米)	120	160	220	290	380	495
增速	118%	33%	38%	32%	31%	30%
产量(万平米)	118	155	210	278	364	473
增速	116%	31%	35%	32%	31%	30%
期末模板结存量(万平米)	103	149	203	275	369	489
期末在租模板面积(万平米)	85	105	142	196	266	357
结存率		63.7%	61.8%	62.0%	62.0%	62.0%
出租率	82.3%	70.7%	70.1%	71.0%	72.0%	73.0%
周转次数		24.6	26.5	26.6	26.8	27.0
铝模板租赁收入总面积(万平米)	1791	3107	4656	6365	8638	11592
增速		73.5%	49.9%	36.7%	35.7%	34.2%
铝模板租赁单价(元/平米)	19.4	19.9	17.8	17.2	17.3	17.4
铝模板租赁收入(亿元)	3.47	6.18	8.29	10.95	14.94	20.17
增速	123.9%	78.1%	34.1%	32.1%	36.5%	35.0%
铝模板租赁毛利率	53.8%	53.4%	46.6%	44.0%	44.5%	44.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 铝模板销售业务

销售面积方面, 该业务过去几年呈稳定增长态势, 我们预测公司 2021-2023 年铝模板销售面积分别为 36.4/43.6/52.4 万平米, 同增 20%/20%/20%。

单价方面, 2020 年铝模板销售单价明显回落, 主要系外销业务占比提升, 外销项目结构相对简单, 单位用铝量、用铁量低于境内项目, 单价更低。我们预计后续公司销售单价有望企稳回升, 2021-2023 年分别为 640/645/650 元/平方米。

铝模板销售业务收入方面, 基于销售面积和销售单价的假设, 我们预测公司未来 3 年铝模板销售收入分别为 2.3/2.8/3.4 亿元, 同增 26.5%/21%/21%。

毛利率方面, 2020 年毛利率有所下降主要系战略调整, 以及日照岚山碧桂园项目、境外马来西亚 M0082 项目由租赁变更为销售的影响, 我们假设公司 2021-2023 年毛利率分别为 26.5%/26.8%/27.0%。

图表 47: 铝模板销售业务盈利预测

	2018年	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E
铝模板销售面积(万平米)	22.27	24.94	30.30	36.36	43.63	52.36
增速		12.0%	21.5%	20.0%	20.0%	20.0%
铝模板销售单价(元/平米)	680	681	607	640	645	650
铝模板销售收入	1.51	1.70	1.84	2.33	2.81	3.40
增速	18.0%	12.6%	8.2%	26.5%	20.9%	20.9%
铝模板销售毛利率	21.4%	29.6%	28.3%	26.5%	26.8%	27.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3) 其他业务

公司其他业务收入主要为生产加工、旧模板翻新过程中产生的废铝对外销售及部分材料贸易（如铝梁、单支顶等）出售所实现的收入，预计未来3年收入增长、利润率水平基本保持平稳，我们预计其2021-2023年收入分别同增30%/30%/30%，毛利率分别为18.0%/18.2%/18.5%。

5.2. 估值与投资建议

基于上述假设，我们预计公司2021-2023年分别实现归母净利润1.7/2.8/3.6亿元，同比增长2%/63%/29%，EPS分别为1.47/2.39/3.09元（2020-2023年CAGR为29%），当前股价对应PE分别为47/29/22倍，在建筑模板“以铝代木”浪潮下公司作为铝模板租赁成长龙头有望核心受益，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 48: 可比公司估值表

代码	公司	最新收盘价 (元/股)	EPS (元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603300.SH	华铁应急	10.38	0.52	0.72	0.95	20.09	14.41	10.94
600984.SH	建设机械	9.76	0.71	0.99	1.32	13.74	9.91	7.42
URI.N	URI	379.98	21.53	25.58	27.94	17.65	14.85	13.60
AHT.L	Ashtead	63.02	2.21	2.91	3.55	28.52	21.66	17.75

资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所, 股价截至2021/11/11, 建设机械与华铁应急EPS数据来自Wind一致预期, URI股价及EPS单位为“美元”, Ashtead股价及EPS单位为“英镑”, URI及Ashtead的EPS数据来自Bloomberg一致预期。

6. 风险提示

产能项目投产不及预期风险，下游市场需求下降或扩容不及预期风险，原材料价格上涨风险，行业竞争加剧风险等。

1) 产能项目投产不及预期风险：公司在甘肃、广东等多个地区新设生产基地，产能扩张是公司未来业绩释放的重要驱动力之一。若产线建设项目无法及时投产或无法达到预期设计产能，将对公司的经营成果及持续盈利能力造成不利影响。

2) 下游市场需求下降或扩容不及预期风险：若下游市场景气度下降，公司将面临销量下滑、新增产能难以顺利消化的问题，可能会对公司营业收入及经营业绩产生不利影响。

3) 原材料价格上涨风险：公司采购价格主要受到铝锭价格的影响。而铝锭作为大宗商品，市场价格具有一定的波动性。若后续铝锭等原材料持续上涨，将对公司成本管控及业绩表现造成不利影响。

4) 行业竞争加剧风险：铝模板市场企业数量众多，不仅有上游铝加工企业凭借原材料供应优势向下延伸投资设立铝合金模板生产基地，也有下游建筑企业通过渠道优势向上延伸进入铝合金模板行业，新进入者大多具备材料供应或销售渠道等方面的优势，后续市场竞争加剧可能会对公司市占率产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com