

行业集中+品类拓展，铝模板标杆扩张迎加速

志特新材(300986)

► **经济性环保性优势显现，铝模板行业迎扩容。**铝模板是建筑模板一种，主要用于浇筑过程中的临时性支护，目前在高层建筑中渗透率 20-30%，显著低于木模板（总体渗透率 50%左右）。我们认为随着人口红利逐渐消失，且下游客户对于工期要求提高，铝模板在中高层建筑中经济性、环保性的优势将逐渐体现，未来在建筑中的渗透率有望提升。测算 2025 年行业空间有望超 640 亿元（2020:364 亿元），扩容空间充足。

► **租赁模式下精细化管理壁垒要求高，集中度提升大势所趋。**在租赁模式成为铝模板主流的背景下，铝模板企业管理链进一步延长，拆图、配模、现场服务、回收周转等多个环节有望拉开铝模板企业及下游客户成本。我们认为随着头部企业扩张，其成本优势有望进一步扩大，同时其服务半径、响应能力也将提升，同时铝模板租赁属于低货值但影响大的建材品类，天生有利于集中度提升，因此我们认为未来头部企业市场份额提高大势所趋。

► **铝模板行业标杆企业，“1+N”策略下扩张加速。**公司超前布局信息化系统，实现设计、配模、周转等各环节精细化管理，实现生产、服务效率的提升，成为行业标杆企业，预计也将成为行业扩容+集中的核心受益者。此外，2019 年起，公司开始拓展爬架及 PC 预制件产品业务，我们判断与铝模板主业协同性良好，在打开公司成长空间同时也有望进一步增强公司综合竞争力，因此公司有望进入加速发展阶段。

► **盈利预测。**预计 2021-2023 年，公司收入 14.65/19.84/26.49 亿元，EPS1.46/2.38/3.11 元，对应 12 月 1 日 60.01 元收盘价 41.0/25.2/19.3x PE。给予公司基于 PE 估值法的目标价 71.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

地产调控严于预期，成本高于预期，系统性风险。

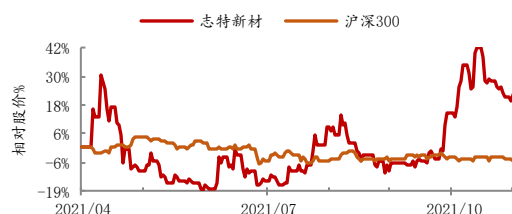
盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	861.97	1119.58	1465.02	1984.08	2648.97
YoY (%)	54.01%	29.89%	30.85%	35.43%	33.51%
归母净利润(百万元)	130.87	168.45	171.41	279.06	363.72
YoY (%)	99.32%	28.72%	1.75%	62.81%	30.34%
毛利率 (%)	45.58%	40.98%	38.66%	38.91%	39.04%
每股收益(元)	1.12	1.44	1.46	2.38	3.11
ROE	25.07%	24.39%	13.24%	17.73%	18.77%
市盈率	53.68	41.70	40.99	25.17	19.31

资料来源: Wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	71.40
最新收盘价:	60.01
股票代码:	300986
52 周最高价/最低价:	72.0/38.08
总市值(亿)	70.25
自由流通市值(亿)	17.56
自由流通股数(百万)	29.27



分析师: 郝暉

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

正文目录

1. 铝模板标杆企业	4
2. 铝模板行业：百亿赛道迎扩容，集中度保持提升	5
2.1. 市场空间超 300 亿元，竞争格局仍较为分散	5
2.2. 强服务属性，精细化管理壁垒较高	8
2.3. 趋势判断：行业扩容+集中度提升	10
3. 志特新材：经营效率提升，“1+N”策略打开成长上限	13
3.1. 超前布局信息化，经营效率有望持续提升	13
3.2. 地域拓展加速	15
3.3. 品类拓展，“1+N”战略打开成长空间	17
3.4. 现金流无需过度担忧	18
4. 盈利预测及估值	19
5. 风险提示	20

图表目录

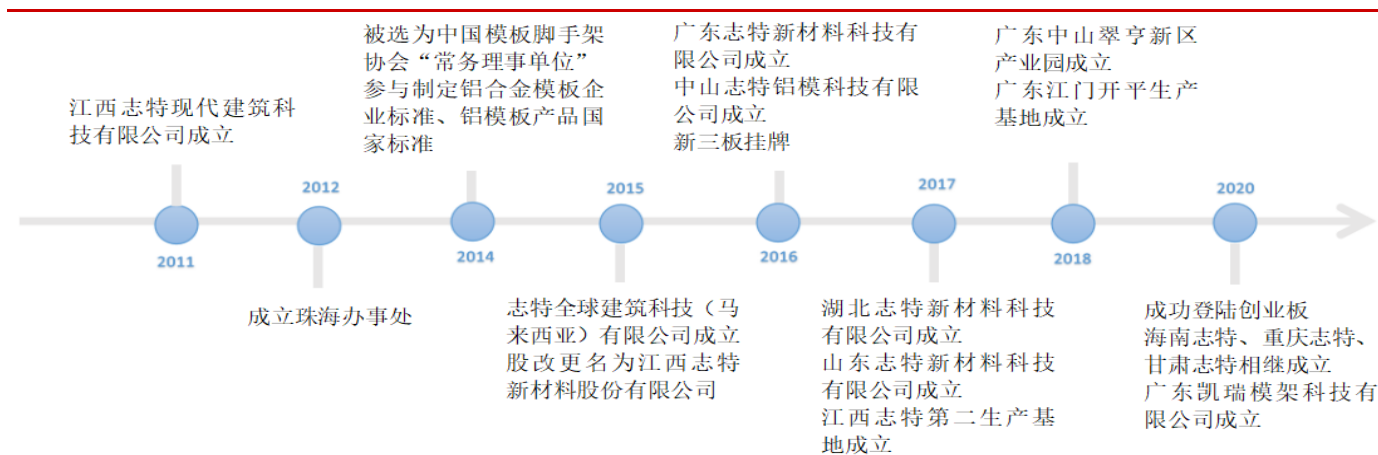
图 1 公司发展历程	4
图 2 公司股权结构	4
图 3 公司分业务收入	5
图 4 公司归母净利润及增速	5
图 5 常用住宅铝模板构件	6
图 6 常用基建铝模板构件	6
图 7 租赁模式目前成为铝模板主流	7
图 8 铝模板租赁产业链	8
图 9 志特新材各人员年度增长	9
图 10 铝模板回收翻新流程	9
图 11 建筑业民工数量减少	10
图 12 建筑业民工工资增加	10
图 13 销售模式成本拆分	12
图 14 生产模式成本拆分	12
图 15 主要生产企业近年产量对比	13
图 16 2019 年主要企业生产成本对比	13
图 17 公司综合服务体系	14
图 18 单个人员平均服务项目数量提升	14
图 19 单板年周转次数提升年	14
图 20 单位面积工程服务费用降低	15
图 21 单位面积销售费用降低	15
图 22 闽发铝业、志特新材租赁成本对比	15
图 23 分基地铝模板产量	16
图 24 公司铝模板产能稳定增长	16
图 25 公司产能布局	16
图 26 公司海外业务收入	17
图 27 爬架产品示意图	18
图 28 混凝土 PC 预制件	18
图 29 2021 年铝价上涨较为猛烈	18
图 30 公司收现比总体维持 100% 以上	19

表 1 建筑模板按功能分类	5
表 2 主要模板性能对比	6
表 3 铝模板木模板性能对比	7
表 4 铝模板行业格局	8
表 5 鼓励铝模板主要政策概览	11
表 6 铝模板扩容空间测算	11
表 7 单栋住宅铝模板租赁产值估算	12
表 8 头部企业近年来扩张	13
表 9 重点客户 2020 年开始增加购买爬架	17
表 10 头部 B 端消费建材企业应收账款周转率对比	19
表 11 盈利预测	20
表 12 可比公司估值	20

1. 铝模板标杆企业

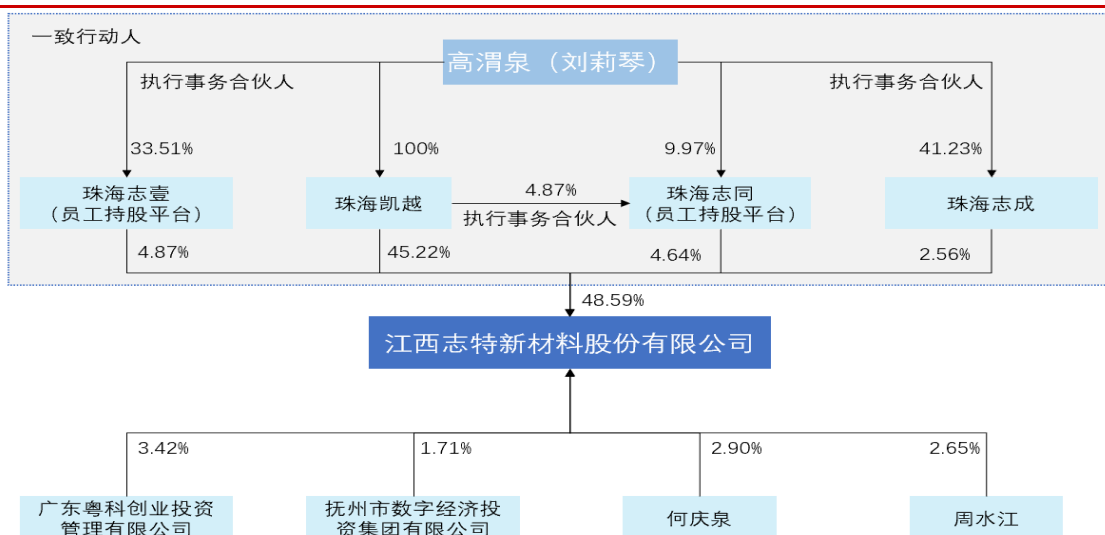
2011年成立，全国化布局加速：公司2011年成立于江西，运营总部位于广东中山。在公司成立初期，公司业务主要集中于华东、华南，2015年后，公司全国化布局加速，陆续在华中、华北、西南等地设立营销机构。根据招股书披露，截止到2020年，公司铝模板产能已由2017年的55万平方米上升至220万平方米左右，并在行业内率先实现规模化、智能化生产，产品销往全球30余个国家及地区。目前公司规划（包括拟建、在建）湖北、山东、江西、江门、广东、海南、重庆、甘肃、马来西亚九大生产基地。公司股权结构稳定，实际控制人高渭泉、刘莉琴夫妇合计持有公司48.6%的股权。

图1 公司发展历程



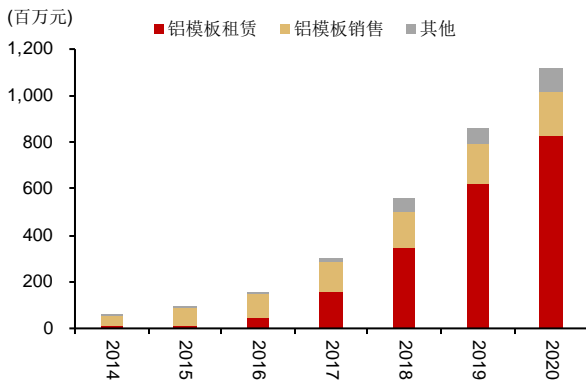
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图2 公司股权结构



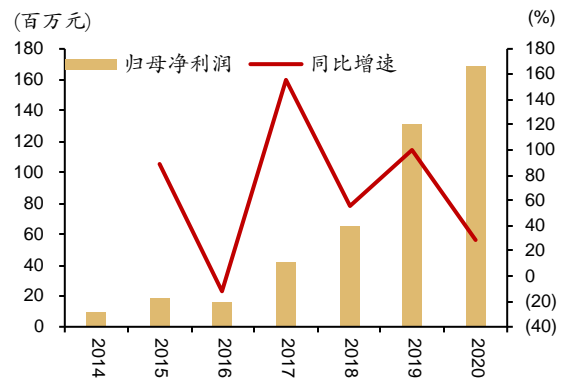
资料来源：Wind，华西证券研究所

图3 公司分业务收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

行业供需优化叠加品类扩张，公司发展或按下加速键：随着经济效益及环保性能优势逐渐凸显，我们认为未来铝模板行业市场空间（租赁口径）有望翻倍，同时行业集中度也将保持提升年，头部企业核心受益。此外，2019年起，公司开始逐渐拓展爬架及PC预制构件业务，在增强综合竞争力的同时，进一步打开公司成长天花板，因此我们认为公司发展有望按下加速键。

2. 铝模板行业：百亿赛道迎扩容，集中度保持提升

2.1. 市场空间超300亿元，竞争格局仍较为分散

木模板目前仍是建筑模板主流：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，主要由模板、支撑件、加固件和辅件构成。

表1 建筑模板按功能分类

部分	功能
模板	接触混凝土并控制预定尺寸、形状、位置并使之成型的部分
支撑件	是支撑模板、混凝土和施工荷载的临时结构，保证建筑模板结构牢固地组合，做到坚固不变形
加固件	将模板与支撑结构连接成整体的配件
辅件	配套的装模拆模工具等

资料来源：志特新材招股书，华西证券研究所

由于建筑模板作用是使得混凝土凝固前可以受力支撑，因此模板被用于混凝土现浇的各个部位，例如楼梯、顶面等房屋模板以及公路桥梁、地下管廊等基建模板。按照所用材料不同，建筑模板可以分为木模板、钢模板、钢木模板、钢竹模板、胶合板模板、塑料模板、铝合金模板等。由于行业发展初期主要采用木质散板，且木材价格

相对较为便宜，因此木模板仍是行业主流，根据志特新材招股书数据，目前木模板渗透率使用率约 50%左右。

图 5 常用住宅铝模板构件



资料来源：百度图片，华西证券研究所

图 6 常用基建铝模板构件



资料来源：百度图片，华西证券研究所

但铝模板渗透率保持提升：近年来，铝模板由于可回收、周转率高、节省人力成本及工期的特点，在高层建筑中相较于木模板已经具有了经济优势。参考路亮《建筑工程施工中铝合金模板综合价值研究》以及公司招股书数据，测算在 2000 平米/层，30 层高的建筑中，不考虑铝锭的回收价值，使用铝模板相较于木模板而言至少能够节省 130 万元以上的施工成本，因此近年来铝模板在中高层建筑中渗透率保持提升。根据志特新材招股书及中国基建物资租赁承包协会数据，近年来铝模板在住建领域中市场占有率提升至 30%左右，2020 年铝模板企业合计实现收入 364 亿元，市场空间持续扩容。

表 2 主要模板性能对比

项目	铝模板	木模板	钢模板
面板材料	铝合金板	厚覆膜胶合板	厚钢板
模板重量	中等	轻	重
周转次数	200	8	250
维护费用	低	低	高
施工效率	高	低	较高
环保性	无垃圾残留	较多垃圾	存在垃圾
管理难度	容易	较复杂	复杂

资料来源：志特新材招股书，华西证券研究所

表 3 铝模板木模板性能对比

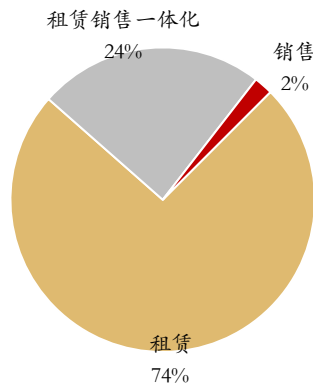
项目	木模板	铝模板	铝模板优势
材料成本	(材料 17 元+人工 35 元) *2000*30=312 万元	51*2000*30=306 万元	单位成本更低
工艺成本	需要二次抹灰费用 100 余万元	不需要二次抹灰	节约抹灰费用
施工进度	6 天	4-5 天	施工时间少，人工成本便宜
回收价格	基本没有残余价值	铝锭价格*0.9	回收价值更高

资料来源：Wind，招股说明书，华西证券研究所

备注：按照 2000 平米/层，30 层建筑进行测算

租赁模式逐渐成为铝模板主流：就施工方而言，可以选择购买或者租赁铝模板。在行业发展初期，客户通常采取购买方式。但随着铝模板行业发展更加成熟、存量规模更大，租赁模式渐成主流。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%，租赁、销售一体化企业占比 24% 左右，而单纯的铝模板销售企业只占 2%。由于铝模板需要多次周转才能体现其经济性优势，因此我们认为未来租赁模式仍然将是行业的主导模式。

图 7 租赁模式目前成为铝模板主流



资料来源：2020 年中国建筑铝合金模板行业发展报告，华西证券研究所

行业格局仍然较为分散：由于轻资产属性，行业进入壁垒相对较低。根据中国基建物资租赁承包协会数据，截止到 2021 年底，我国铝模板保有量 8000 万平方米左右，按照租赁口估算，2020 年两家头部企业中国忠旺、志特新材市占率分别为 11.9%/2.3% 左右。而根据《2020 年度铝模板行业发展调查报告》数据，截止到 2020 年 9 月，铝模板行业共有企业约 800 家，其中特大企业 2 家，产能 100 万平方米以上的大型企业 15 家，中型、小型企业各 50/100 家，据此计算微型企业 600 家左右，行业整体呈现较为分散的格局。

表 4 铝模板行业格局

企业类型	数量	代表企业	估算市占率	经营地域
特大型	1-2	中国忠旺	11.9%	北方市场
大型	10-15	志特新材	2.3%	全国化、海外
中型	50+	中建铝	1.0-2.0%	全国化
小型	100+	闽发铝业	0.02%	福建、广东
微型	600+			

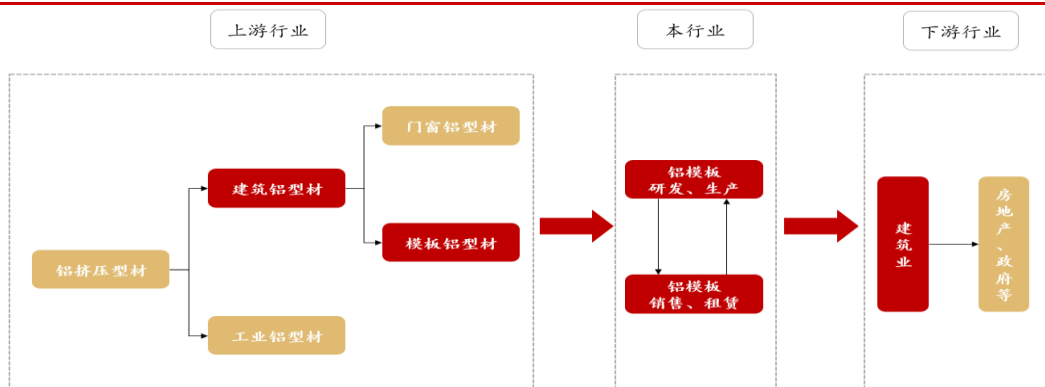
资料来源：志特新材招股书，各公司年报，华西证券研究所

2.2. 强服务属性，精细化管理壁垒较高

2.2.1. 竞争要素 1：拆图+配模

拆图指铝模板企业在拿到建筑设计图纸后，根据建筑设计，确定每个部位施工所用铝模板形状、大小、厚度、数量等。从铝模板企业经营角度来说，拆图从两个方面决定铝模板企业的成本：1) 拆图决定了标准品和非标品的占比，通常标准品占比越高，企业经营成本和难度越低，2) 拆图的准确率直接决定了后期配模的准确率。与客户确认尺寸后，铝模板企业按照深化后的设计图进行配模生产，然后按照区域进行打包发送，配模的成功率也将影响生产企业成本。而对于施工客户而言，如果标准品的占比更高，则施工中出现少板、错板导致停工的概率也相对更低。

图 8 铝模板租赁产业链



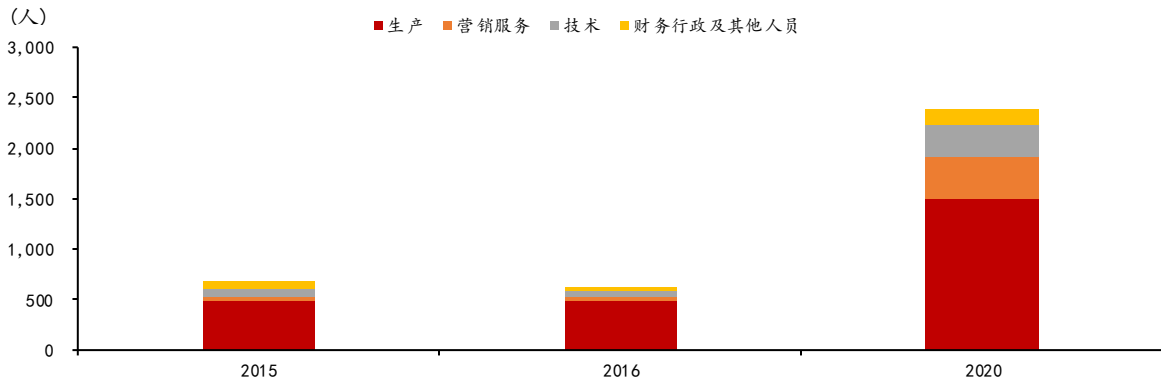
资料来源：志特新材招股书，华西证券研究所

2.2.2. 竞争要素 2：现场服务

首先，租赁模式下铝模板企业需要处理现场突发情况。由于我国建筑历史上木模板使用时间长，渗透率最高，很多施工工人是木工出身，对于铝模板的使用并不熟悉，需要铝模板企业相关人员进行现场指导。此外，现场施工时通常会出现一些少板、错板的现象，因此铝模板企业还需要根据客户需求即时响应，进行模板补充，且需要即

时跟踪项目施工情况。因此，铝模板企业对于服务人员的要求较高，根据 wind 数据，2020 年公司营销及服务人员 429 人，是 2015 年的 10 倍以上，增速远高于生产人员（5 年 3 倍）。

图 9 志特新材各人员年度增长



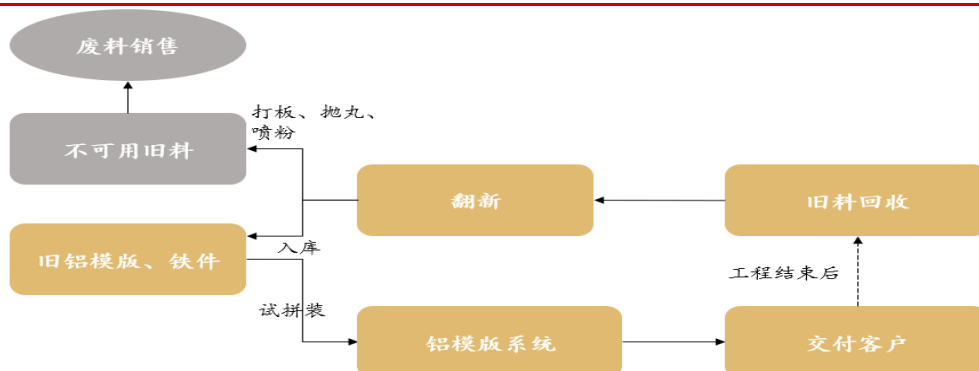
资料来源: wind, 华西证券研究所

其次，由于需要现场服务，铝模板企业的产能布局也十分重要。如果在施工过程中不能及时提供产品与服务，则会导致工期延迟、施工单位成本增加甚至质量问题，因此产能密度与响应时间也格外重要。产能布局广、密度高、响应速度快的铝模板企业往往能够做大区域内人员和补料当天到达，区域外 2 天内抵达施工现场，因此在市场竞争中处于优势。

2.2.3. 竞争要素 3: 周转

租赁模式下，一项工程完成后需要对铝模板进行回收翻新，用于日后继续出租或销售。类似于五金产品，铝模板属于细分品类较为复杂的产品，一栋楼通常需要铝模板组件 10000 个以上，需要按照使用部位、长宽厚度等进行清理和入库，对于精细化管理的要求较高。良好的回收周转，能够很大程度上降低铝模板企业的翻新费用，并且避免浪费带来的新生产成本。

图 10 铝模板回收翻新流程



资料来源: 志特新材招股书, 华西证券研究所

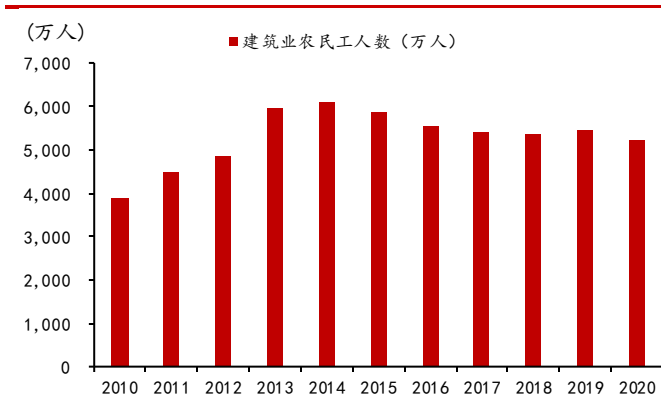
2.3. 趋势判断：行业扩容+集中度提升

我们对铝模板行业未来的两点趋势判断是：1) 行业扩容及 2) 集中度提升。

2.3.1. 行业扩容空间充足

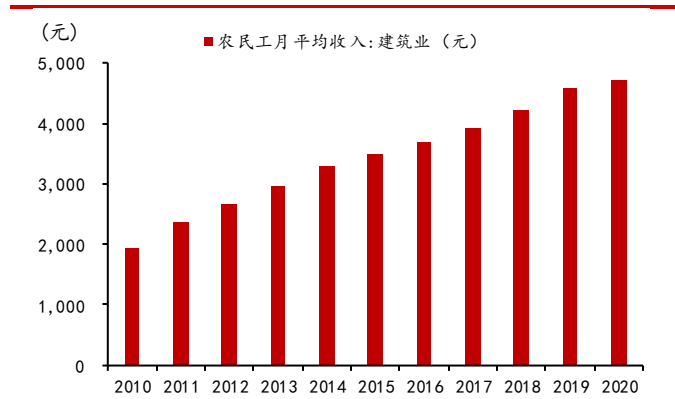
首先，随着地产融资政策逐渐收紧，我们认为地产企业需要继续加快施工，提升周转率以确保预售，因此铝模板本身缩短工期的优势将逐渐体现；同时，目前我国人口红利逐渐消失，根据 Wind 数据计算，2020 年，我国建筑业民工数量 5226 万人，相较于 2014 年 6109 万人的高点下降 10%以上，而建筑业民工工资已由 2014 年的 3292 元/月上涨至 4699 元/月，因此铝模板节省人力成本的优势也将愈发突出，叠加铝模板本身的经济成本优势，我们认为从客户使用角度，铝模板的综合成本优势将进一步扩大。

图 11 建筑业民工数量减少



资料来源：wind，华西证券研究所

图 12 建筑业民工工资增加



资料来源：wind，华西证券研究所

其次，近年来，相关政策逐渐向铝模板等更加环境友好型的材料倾斜。2020 年 4 月，住建部出台《住建部关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》，明确提及“提高临时设施和周转材料的重复利用率”、“推广应用铝模板”等；2021 年 3 月，住建部发布的《住建部关于印发绿色建筑技术导则（试行）的通知》，提出“应推广使用新型模架体系，提高施工临时设施和周转材料的工业化程度和周转次数”。此外，2019 年 5 月，山西省发布《关于加强铝合金模板推广应用工作的通知》，提出“对于采用铝模板的项目，在绿色建筑、装配式建筑评分中予以加分”。未来如政策逐渐倾斜，铝模板行业的扩容或进一步提速。

表 5 鼓励铝模板主要政策概览

日期	颁布单位	政策	内容
2021. 3	住建部	《住建部关于印发绿色建造技术导则（试行）的通知》	应推广使用新型模架体系，提高施工临时设施和周转材料的工业化程度和周转次数
2020. 11	省住建厅	《湖南省建筑垃圾源头减量实施方案》	提高临时设施和周转材料的重复利用率，积极利用铝合金模板等模架体系
2020. 6	省住建厅	《河北省施工现场建筑垃圾减量化实施手册（试行）》	采用临时支撑体系优先采用可重复使用、高周转、低损耗的模架支撑体系
2020. 4	住建部	《住建部关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	提高临时设施和周转材料的重复利用率，鼓励采用工具式脚手架和模板支撑体系，推广应用铝模板、金属防护网等周转材料

资料来源：住建部，各省住建厅，华西证券研究所

2025 年行业空间或超 600 亿元，扩容空间充足。我们测算，目前铝模板在我国建筑施工中整体渗透率略低于 20%，而未来即使竣工面积出现下滑，伴随渗透率的提升，2025 年行业空间或达 643 亿元，未来行业扩容空间仍然充足。

表 6 铝模板扩容空间测算

	2020	2025
全社会竣工面积（亿平米）	38.5	35.0
模板面积：建筑面积	3.5	3.5
所需模板面积（亿平米）	134.8	122.5
铝模板渗透率	18%	35%
铝模板结算租赁面积（亿平米）	24.3	42.9
租赁价格（元/平米）	15.0	15.0
铝模板市场空间（亿元）	364.0	643.1

资料来源：Wind，公司招股说明书，华西证券研究所

2.3.2. 行业集中度预计提升

我们认为在以租赁模式为主的背景下，铝模板行业的管理链条将进一步延长，精细化管理的壁垒也将提升，因此行业的集中度将保持提升趋势，头部企业核心受益。

首先，铝模板货值低，但其质量与周转对于施工工期影响较大，因此天然具备较好的集中度提升属性。根据我们测算，一栋 30 层的住宅，租赁模式下所用铝模板产值仅 100-150 万元，占建安成本比重很低，施工方对于工期的敏感程度要大于对于铝模板成本的敏感程度，因此下游客户总体较为重视设计及周转服务质量，有利于头部企业扩大市场份额。

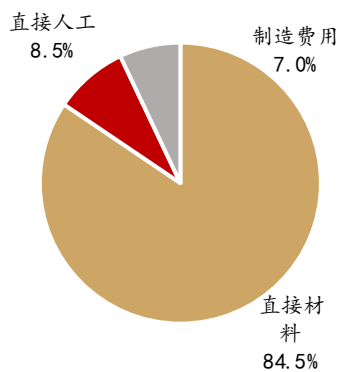
表 7 单栋住宅铝模板租赁产值估算

单层户数	5
平均每户面积 (平米)	100
单层面积 (平米)	500
单层租赁面积 (平米)	2,000
平均层数	35
总租赁面积 (万平米)	7
租赁价格 (元/平米)	20
单栋住宅铝模板租赁产值 (万元)	140

资料来源：华西证券研究所整理

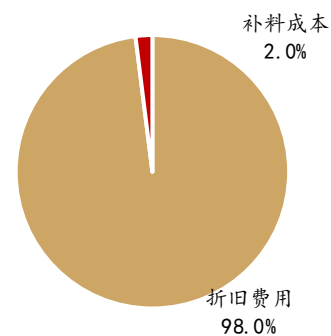
其次，即使就成本而言，我们认为大企业的优势也将逐渐显现。原材料成本/折旧成本分别是铝模板销售/租赁模式下最主要的生产成本项，占生产成本 80%以上，而随着头部企业规模扩大，其在采购原材料时议价权更强，同时单位折旧成本也有望被进一步摊薄；而从实际经营数据来看，2019 年中国忠旺、志特新材、闽发铝业三家上市公司产量分别约 886/160/1.0 万平米，新板单位成本分别为 539/596/664 元/平方米，体现规模越大，单位成本越低。因此我们认为随着头部企业规模的扩大，其生产成本有望进一步降低，从而进一步挤压小企业生存空间。

图 13 销售模式成本拆分



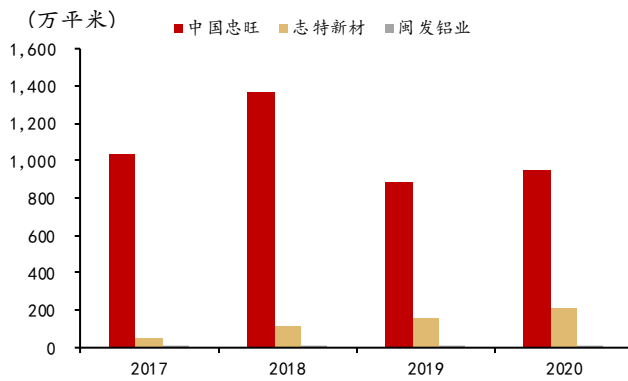
资料来源：志特新材招股书，华西证券研究所

图 14 生产模式成本拆分



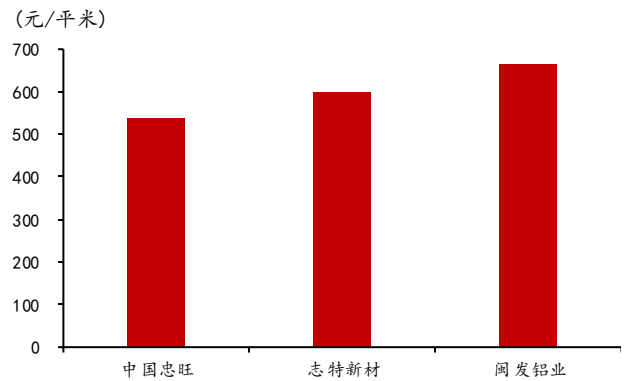
资料来源：志特新材招股书，华西证券研究所

图 15 主要生产企业近年产量对比



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 16 2019 年主要企业生产成本对比



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

最后，就行业较为关键的核心竞争力设计与周转而言，大小企业的差距预计将进一步扩大。目前根据招股书及各公司官网资料，目前志特新材、中建铝等头部企业均加速全国化布局及提升布局密度，因此在全国性工建客户中的竞争力有望进一步提升，对于工地的响应速度也有望加快。此外，由于细分品类繁杂，且对于设计制造的精度较高，头部铝模板企业通常需要专门定制相关的信息系统，而千万级的年系统维护更新费用超出多数小企业承受范围，因此我们认为大小企业在设计、服务、响应能力上的差距将进一步扩大，有利于行业集中度的提升。

表 8 头部企业近年来扩张

企业	扩张计划
志特新材	江门志特 90 万平方米产能、湖北志特 60 万平方米产能
中建铝	中建铝河南公司 10 万平方米产能
华铁应急	收购浙江优高并整合旗下铝模板资产进入子公司浙江恒铝

资料来源：志特新材招股书，各公司公告，各公司官网，华西证券研究所

3. 志特新材：经营效率提升，“1+N”策略打开成长上限

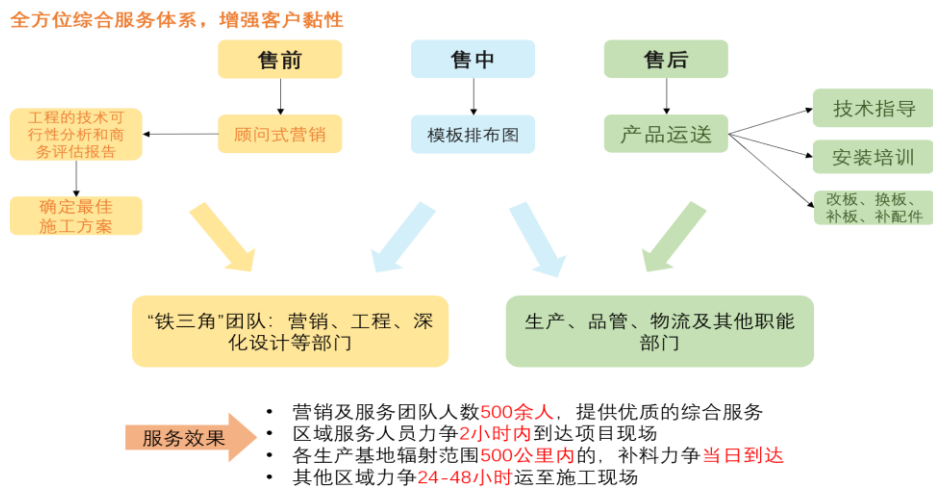
公司通过超前布局企业信息化，积累了研发、设计、周转优势，奠定了长期发展基础，判断将成为行业扩容及集中度提升核心受益者；同时，2019 年起，公司逐渐拓展爬架及 PC 预制件业务，而品类拓展在提升公司核心竞争力同时也将进一步打开公司成长上限。

3.1. 超前布局信息化，经营效率有望持续提升

公司自主研发信息系统，通过自研三维软件及 BIM 模型，将项目深化图可视化，确保前期设计拆图、配模零缺陷；同时，公司还自主研发了 BIM-VR 系统，可实现客户远程验收，大幅节约了项目整体前期设计时间。此外，近年来公司逐渐深化了生产、销售、物流、回收管理等方面的信息系统，解决了存量铝模板时代（根据中国脚手架

协会数据，目前旧板占流通板的 70%) 对于企业更高精细化管理要求的问题。伴随信息化布局的深入，公司经营效率逐渐提升，具体包括：

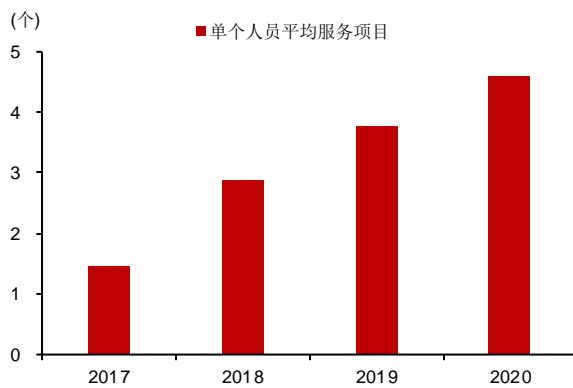
图 17 公司综合服务体系



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

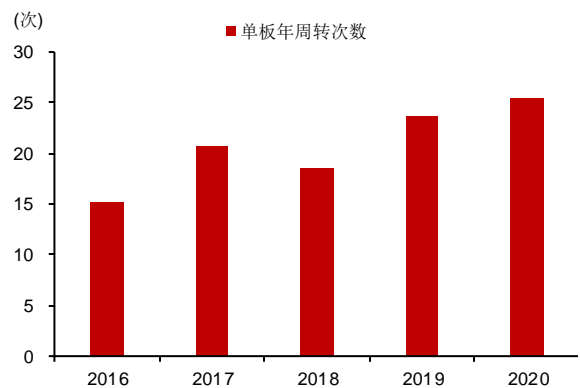
服务效率提升：根据招股书数据，2017至2020年，公司单个人员服务项目数量由1.47个上升至4.61个，年度租赁服务总楼数由192个上升至1245个，单板年周转次数由15.2次提升至25.5次。

图 18 单个人员平均服务项目数量提升



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 19 单板年周转次数提升年

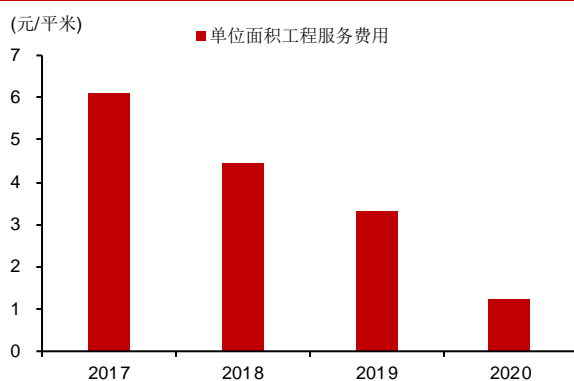


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

备注：计算口径为租赁面积/出库面积

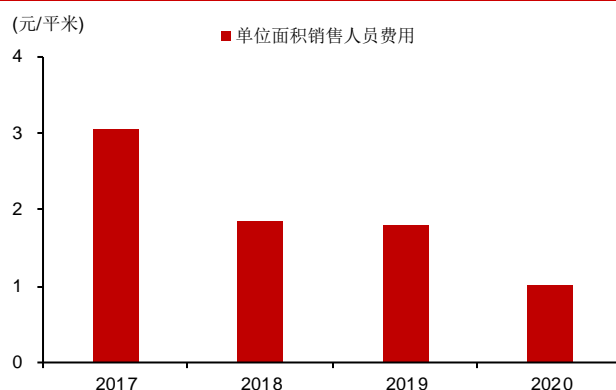
服务费用率降低：根据招股书数据，2017-2020年，单位面积工程服务费用由6.1元/平方米下降至1.22元/平方米，单位面积销售人员费用由3.05元/平方米下降至1.02元/平方米。

图 20 单位面积工程服务费用降低



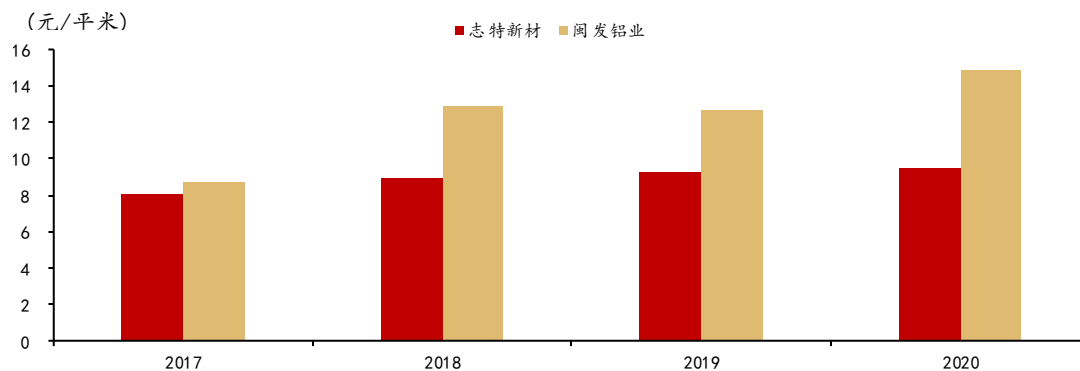
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 21 单位面积销售费用降低



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 22 闽发铝业、志特新材租赁成本对比



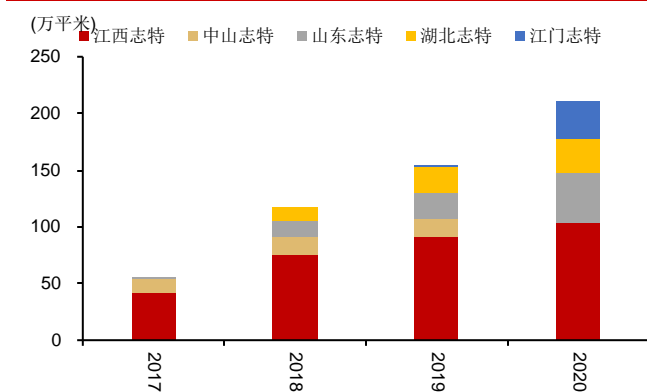
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

未来随着公司全国化布局的进一步完善，以及公司区域项目密度的继续提升，公司不同项目间的距离有望继续减小，从而使得单个销售/现场服务人员能够覆盖的项目数量继续上升，从而进一步提升经营效率并降低相关费用率。

3.2. 地域拓展加速

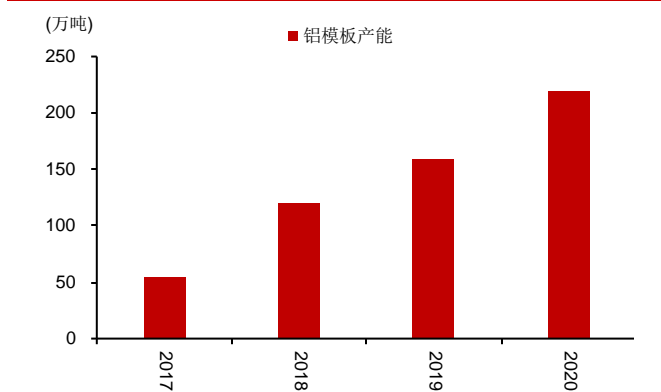
截止到 2020 年末，公司产能主要分布在江西、山东、湖北和广东。2021 年起，公司相继成立海南志特、重庆志特，弥补西南地区产能空白的同时进一步加强华南布局。此外，伴随公司市场开发，2021 年起公司开始逐渐尝试工厂加盟模式，通过输出管理模式，进一步加速地域扩张，而目前公司通过加盟模式已经设立甘肃志特和广东凯瑞，初步完成全国化布局。

图 23 分基地铝模板产量



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 24 公司铝模板产能稳定增长



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 25 公司产能布局

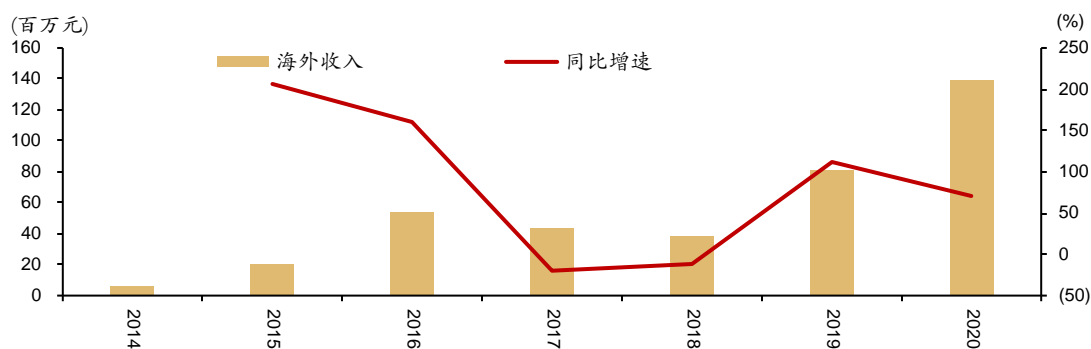


资料来源：招股说明书，公司公告，华西证券研究所

在完善国内全国化布局的同时，公司配合国家“一带一路”战略，加速在东南亚及中东地区的拓展。截止目前，公司已开拓马来西亚、印度等海外市场，根据招股书数据，截止到 2020 年，公司海外营业收入 1.4 亿元，占公司收入比重提升至 12.4%，未来海外市场有望成为公司新增长点。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 26 公司海外业务收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3. 品类拓展，“1+N” 战略打开成长空间

2019 年起，公司开始拓展爬架业务，根据招股书披露数据，2020 年，公司前五大客户中已经有 4 家开始系统性采购公司爬架产品，而根据 11 月投资者关系公告，2021H1 公司爬架业务收入 4780 万元，占总收入 8%左右。此外，根据公司公告，2021 年，公司成立海南志特，主营 PC 预制构件业务，进一步深化“1+N”战略，而我们认为公司“1+N”战略在打开公司成长空间的同时，也将进一步提升公司整体竞争力。

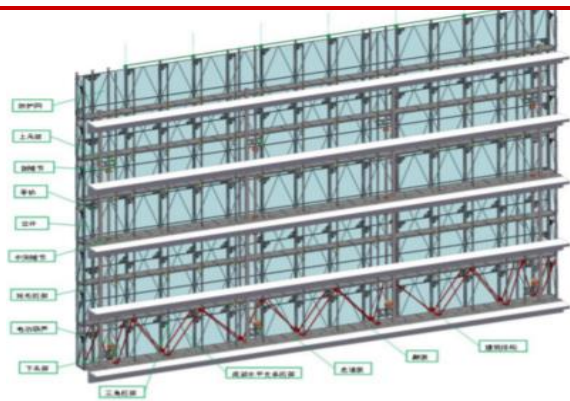
表 9 重点客户 2020 年开始增加购买爬架

2019			2020		
客户	货物名称	销售额 (万元)	客户	货物名称	销售额 (万元)
中国建筑	铝模	12118.12	中国建筑	铝模、爬架	13940.27
碧桂园	铝模	5578.66	广东亿德兴	铝模	5598.96
广东新拓展	铝模	4137.7	碧桂园	铝模、爬架	4848.66
广东亿德兴	铝模	2862.36	深圳建工	铝模、爬架	3437.92
广东宝业	废铝	2699.96	海天建设	铝模、爬架	2483.85

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

首先，对工程客户而言，三者一体化能够减少设计及施工时三者不匹配的错误，从而缩短工期，节省成本。由于爬架与铝模板通常同时使用，也需要根据铝模板的具体型号以及墙体外立面进行设计，而 PC 预制件作为预制构件，也要与建筑结构一起设计，而如果三者由不同企业设计，则设计的对接过程十分繁琐、耗时，同时还容易产生错误，出现问题也不容易追责。因此从减少返工、节省工期角度而言，施工客户通常希望三者由同一家企业提供。

图 27 爬架产品示意图



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

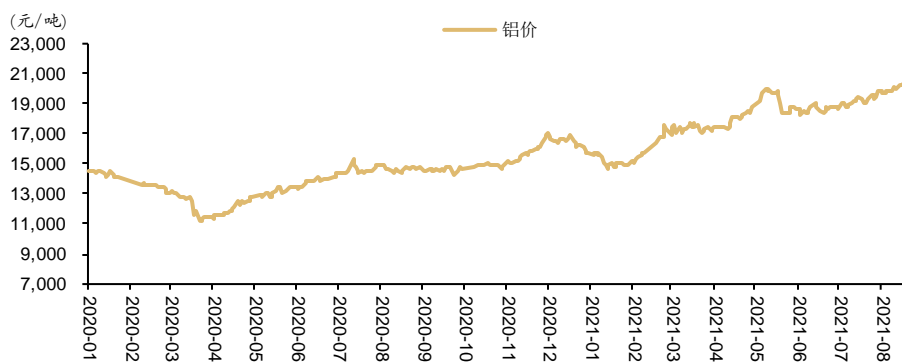
图 28 混凝土 PC 预制件



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

其次，对于铝模板企业而言，三者一体化也能够减少工程施工接单波动。由于目前国内大多数施工方为木工出身，对于铝模板的熟悉程度一般，因此在铝价出现较大幅度上涨时，铝模板企业如果不能提供 PC 预制件作为备选，则施工方有可能选择木模板作为施工方式，因此三者一体化，对于铝模板企业而言，也有助于减少接单的波动性。

图 29 2021 年铝价上涨较为猛烈



资料来源：Wind，华西证券研究所

3.4. 现金流无需过度担忧

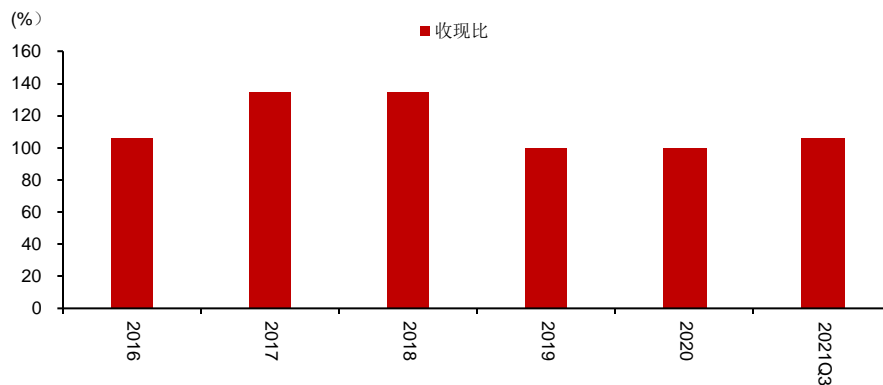
由于规模增长较快，公司应收账款及票据规模由 2016 年的 6354 万元上升至 2021Q3 的 4.25 亿元，但我们认为公司应收账款无需过度担忧。由于铝模板属于定制化产品，因此在签订合同时，公司通常会收取部分定金，同时在项目过程中也可以按照进度请款。跨行业对比来看，公司应收账款周转率好于多数 B 端消费建材企业，同时近 5 年收现比总体维持 100% 以上，体现现金流状况总体良好。

表 10 头部 B 端消费建材企业应收账款周转率对比

(%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
志特新材	5.2	3.0	2.8	3.9	6.0	6.7	5.0
东方雨虹	3.6	2.9	2.8	2.9	3.2	3.6	3.7
科顺股份	4.7	3.8	3.2	2.8	2.6	2.8	2.9
三棵树	14.0	11.0	8.9	6.9	5.7	5.2	3.8
亚士创能	5.4	4.8	4.4	3.5	2.9	3.3	3.1

资料来源：wind，华西证券研究所

图 30 公司收现比总体维持 100%以上



资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 盈利预测及估值

预计 2021-2023 年，受益于行业扩容及集中度提升，公司铝模板租赁面积保持 35%左右增速，但由于 2021 年铝价上升较快，公司铝模板租赁毛利率有所下降。

预计 2021-2023 年，铝模板销售业务保持 20%左右增速，同时爬架、PC 预制件等业务保持较快增速。

预计 2021-2023 年，公司期间费用率同比有所下降，但出于谨慎角度，预计公司基于坏账计提的减值有所增加，且非营业收入有所减少。

基于上述假设，预计 2021-2023 年，公司收入 14.65/19.84/26.49 亿元，归母净利润 1.71/2.76/3.64 亿元，同比增长 1.8%/62.8%/30.3%，EPS1.46/2.38/3.11 元，对应 12 月 1 日 60.01 元收盘价 41.0/25.2/19.3x PE。

表 11 盈利预测

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
铝模板租赁收入	618	829	1,086	1,498	2,023
毛利率	53.4%	46.6%	43.8%	43.8%	43.8%
铝模板销售收入	170	184	219	262	313
毛利率	29.6%	28.3%	27.2%	27.6%	27.9%
其他收入	74	107	160	224	314
总收入	862	1,120	1,465	1,984	2,649
同比增速	54.0%	29.9%	30.9%	35.4%	33.5%
归母净利润	131	168	171	279	364
净利率	15.2%	15.0%	11.7%	14.1%	13.7%
同比增速	99.3%	28.7%	1.8%	62.8%	30.3%

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

我们选取坚朗五金、鸿路钢构两家金属构件企业及材料租赁企业华铁应急作为可比公司，则三家企业平均估值 22.1x 2022 PE 及 6.1x PB。考虑到公司所处铝模板行业品类繁杂，以及公司采取的信息化的、拓品类策略与坚朗五金最为类似，且公司行业仍处于扩容阶段，因此我们认为就 PE 估值而言，坚朗五金的估值最具参考性，因此给予公司 30x PE 市盈率估值及 6.1x 市净率估值，对应目标价 71.40/60.86 元。由于公司处于盈利增长阶段，我们认为 PE 估值法更能反映公司内在价值，因此给予公司目标价 71.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12 可比公司估值

	2022E PE	PB (MRQ)
坚朗五金	31.74	11.29
华铁应急	16.88	3.02
鸿路钢构	17.76	3.94
平均	22.13	6.08

资料来源：Wind，华西证券研究所

5. 风险提示

地产调控严于预期：如果地产调控严于预期，则铝模板需求及公司租赁业务量可能不及预期。

成本高于预期：如果铝价高于预期，则公司成本可能高于预期。

系统性风险：宏观经济及贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势与估值。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1119.58	1465.02	1984.08	2648.97	净利润	178.63	181.76	295.92	385.70
YoY (%)	29.89%	30.85%	35.43%	33.51%	折旧和摊销	450.83	84.21	90.10	100.55
营业成本	660.76	898.67	1212.16	1614.87	营运资金变动	-567.67	-243.32	-43.76	-55.74
营业税金及附加	13.39	17.53	23.74	31.69	经营活动现金流	100.27	60.85	355.46	453.71
销售费用	122.66	160.51	208.33	278.14	资本开支	-102.21	-286.14	-261.14	-271.14
管理费用	53.43	65.93	79.36	105.96	投资	-26.80	0.00	0.00	0.00
财务费用	42.59	44.84	46.62	44.22	投资活动现金流	-128.29	-285.42	-260.42	-270.42
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	432.85	0.00	0.00
投资收益	0.72	0.72	0.72	0.72	债务募资	234.43	0.00	0.00	0.00
营业利润	211.96	199.97	309.28	424.90	筹资活动现金流	115.38	379.86	-52.78	-52.78
营业外收支	1.57	13.86	38.86	28.86	现金净流量	87.36	155.30	42.26	130.51
利润总额	213.53	213.84	348.14	453.76	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	34.90	32.08	52.22	68.06	成长能力 (%)				
净利润	178.63	181.76	295.92	385.70	营业收入增长率	29.89%	30.85%	35.43%	33.51%
归属于母公司净利润	168.45	171.41	279.06	363.72	净利润增长率	28.72%	1.75%	62.81%	30.34%
YoY (%)	28.72%	1.75%	62.81%	30.34%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.44	1.46	2.38	3.11	毛利率	40.98%	38.66%	38.91%	39.04%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	15.96%	12.41%	14.91%	14.56%
货币资金	198.57	353.86	396.12	526.64	总资产收益率 ROA	8.24%	6.67%	9.17%	9.95%
预付款项	6.73	6.73	6.73	6.73	净资产收益率 ROE	24.39%	13.24%	17.73%	18.77%
存货	169.76	230.88	311.42	414.89	偿债能力 (%)				
其他流动资产	387.44	480.82	621.13	800.86	流动比率	0.67	1.02	1.09	1.20
流动资产合计	762.49	1072.29	1335.40	1749.11	速动比率	0.52	0.80	0.83	0.91
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.17	0.34	0.32	0.36
固定资产	1081.07	1057.88	1150.24	1292.86	资产负债率	65.23%	48.43%	46.72%	45.11%
无形资产	71.85	67.96	64.07	60.18	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1282.18	1497.97	1707.86	1907.31	总资产周转率	0.63	0.63	0.71	0.79
资产合计	2044.67	2570.26	3043.27	3656.42	每股指标 (元)				
短期借款	411.70	411.70	411.70	411.70	每股收益	1.44	1.46	2.38	3.11
应付账款及票据	302.30	411.14	554.56	738.80	每股净资产	5.90	11.06	13.44	16.55
其他流动负债	423.62	225.96	259.63	302.85	每股经营现金流	0.86	0.52	3.04	3.88
流动负债合计	1137.62	1048.80	1225.89	1453.35	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
长期借款	182.75	182.75	182.75	182.75	估值分析				
其他长期负债	13.32	13.32	13.32	13.32	PE	41.70	40.99	25.17	19.31
非流动负债合计	196.07	196.07	196.07	196.07	PB	0.00	5.43	4.46	3.63
负债合计	1333.69	1244.87	1421.96	1649.42					
股本	87.80	117.07	117.07	117.07					
少数股东权益	20.27	30.62	47.49	69.47					
股东权益合计	710.98	1325.39	1621.31	2007.01					
负债和股东权益合计	2044.67	2570.26	3043.27	3656.42					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

郝暉：建筑和建材行业研究员。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

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

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

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

华西证券免责声明

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

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

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

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

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