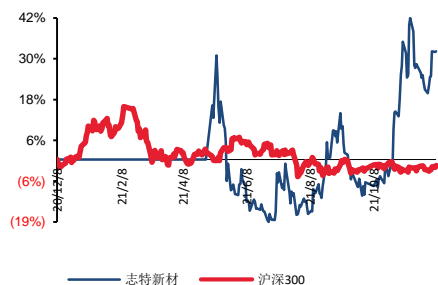


有色金属 工业金属

绿色驱动成长性，研发提升竞争力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	117/117
总市值/流通(百万元)	7,455/7,455
12个月最高/最低(元)	68.51/39.10

相关研究报告:

证券分析师: 丁士涛

电话: 010-88320591

E-MAIL: dingst@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521080001

报告摘要

- **全球布局产能，收入利润快速增长。**公司产品分为铝模板和爬架两大类，业务模式以租赁为主。2020年公司铝模板产能220万平方米，产量210万平方米，产能布局辐射全球。受益于绿色建筑推广带来的渗透率提升，2014-2020年公司收入CAGR为64%，利润CAGR为60%。
- **绿色建筑驱动行业成长，集中度有望提升。**铝模板属于绿色建材，可以减少建筑垃圾和二氧化碳排放，政策支持力度大。由于铝模板施工周期快，且无需二次抹灰，综合性价比优于传统模板。2020年全国铝模板保有量6200万平方米，行业规模364亿元，渗透率为20%。我们预计，2025年铝模板渗透率将增至45%，行业规模增至703亿元，五年CAGR为14%。铝模板属于典型的“大行业，小公司”，随着行业龙头经营困难、原材料价格上涨、下游回款拖累，经营规模较小的铝模板企业将面临更大的竞争压力，行业集中度有望提升。
- **扩产满足需求，研发提升竞争力。**公司通过自建和加盟方式扩产，随着产能布局的完善和存量模板的增加，成本优势将更加明显。作为行业龙头企业，公司下游客户优质，收现比大于1、经营性净现金流由负转正。公司重视研发和信息系统建设，研发人员占比12.45%、研发费用率4.5%，位于行业前列。全流程化信息管理提高公司模板周转率和旧板利用率，2020年公司模板周转26.46次、旧模板使用率67.67%，周转率加快有利于提升收入、提高盈利能力。
- **投资建议与估值：**预计公司2021-2023年EPS 1.58/2.29/3.06元，对应PE 40/28/21倍。铝模板与装配式建筑都是绿色建材，我们选取鸿路钢构作为可比公司，给予志特新材2022年38倍目标市盈率，未来6-12个月目标价87.02元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素：**成本增加；回款风险；电力紧张；疫情加剧。
- **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1120	1525	2013	2611
(+/-%)	29.93	36.16	32.00	29.71
净利润(百万元)	168	185	268	359
(+/-%)	28.72	9.57	45.24	33.79
摊薄每股收益(元)	1.92	1.58	2.29	3.06
市盈率(PE)	/	40.48	27.87	20.83

资料来源: Wind, 太平洋证券

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 行业地位突出，全球布局产能	4
(一) 公司行业地位突出	4
(二) 全球布局产能	4
(三) 铝模板和爬架协同发展	5
(四) 租赁业务快速增长	7
(五) 收入和利润保持快速增长	8
二、 绿色建筑驱动行业成长	10
(一) 铝模板综合性价比突出	10
(二) 政策对铝模板支持力度大	12
(三) “十四五”期间市场空间有望翻倍	13
(四) 行业集中度有望提升	13
三、 扩产满足需求，研发提升竞争力	15
(一) 产能布局完善，规模效应显现	15
(二) 存量模板增加带来成本优势	16
(三) 坚持优质客户，加强应收款管理	17
(四) 优质服务增加客户粘性	19
(五) 研发提升竞争力	20
四、 盈利预测及估值	22
(一) 基本假设	22
(二) 估值及投资建议	23
五、 风险提示	23

图表目录

图表 1: 21 年 4 月公司在创业板上市	4
图表 2: 高渭泉夫妇是公司的实际控制人	5
图表 3: 铝模系统主要由四大构件组成	6
图表 4: 爬架系统示意图	6
图表 5: 爬架外观示意图	6
图表 6: 境外业务增加导致销售业务利润率下滑	7
图表 7: 价格策略导致租赁利润率下滑	7
图表 8: 租赁业务收入快速增长	8
图表 9: 租赁业务利润占比增加	8
图表 10: 21 年前三季度收入保持快速增长	8
图表 11: 21 年前三季度利润出现下滑	8
图表 12: 铝模板产能和产量持续增长	9
图表 13: 公司费用率控制得当	9
图表 14: 2000 年铝模板开始推广	10
图表 15: 铝合金模板优势突出	11
图表 16: 铝模板综合性价比更高	11
图表 17: 铝模板行业规范和技术标准不断完善	12
图表 18: “十四五”期间行业复合增速 14%	13
图表 19: 21 年铝价大幅上涨	14
图表 20: 21 年水泥价格大幅上涨	14
图表 21: 主要基地产量持续增长	15
图表 22: 全国化布局雏形已现	15
图表 23: 单个人员服务项目持续增加	16
图表 24: 单位面积人员费用下降	16
图表 25: 旧模板产量持续增长	17
图表 26: 旧板使用率持续增加	17
图表 27: 旧板占比提升后利润率增加	17
图表 28: 公司主要客户以国企和头部企业为主	18
图表 29: 经营性净现金流由负转正	18
图表 30: 公司收现比持续大于 1	18
图表 31: 公司服务体系涵盖售前、售中和售后	19
图表 32: 服务和质量是影响客户选择的关键因素	20
图表 33: 老客户延续合作占比持续增加	20
图表 34: 公司研发全流程管控系统	21
图表 35: 公司模板周转次数增加	21
图表 36: 研发投入持续增长	21
图表 37: 研发人员数量持续增加	21
图表 38: 未来三年公司主要产品销量和价格假设	22
图表 39: 2020 年鸿路钢构最高 PE 估值为 38 倍	23

一、行业地位突出，全球布局产能

(一) 公司行业地位突出

江西志特新材料股份有限公司（简称：志特新材）成立于 2011 年，2020 年通过 IPO 审核并于 2021 年 4 月在创业板上市。公司产品涵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、一体化隧道模板，爬架、爬模、塔式支撑、盘扣、单边支撑、悬挑等全系列模架产品，以及装配式构件产品，实现了“1+N”一站式服务模式的落地。

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，是中国建筑铝合金模板绿色发展分会副会长单位，获得国家高新技术企业证书。公司行业地位突出，先后获得中国模板脚手架行业名牌企业、骨干企业、租赁诚信企业及科学技术进步二等奖，江西省知识产权优势企业、江西省两化融合先进单位等荣誉。公司铝模系统产品被评为“江西省优秀产品”及“江西省名牌产品”，通过新加坡政府建筑施工局（BCA）的严格测评并取得了 BAND-2 认证，成为目前国内国外取得该资质的少数企业之一。

图表 1：21 年 4 月公司在创业板上市



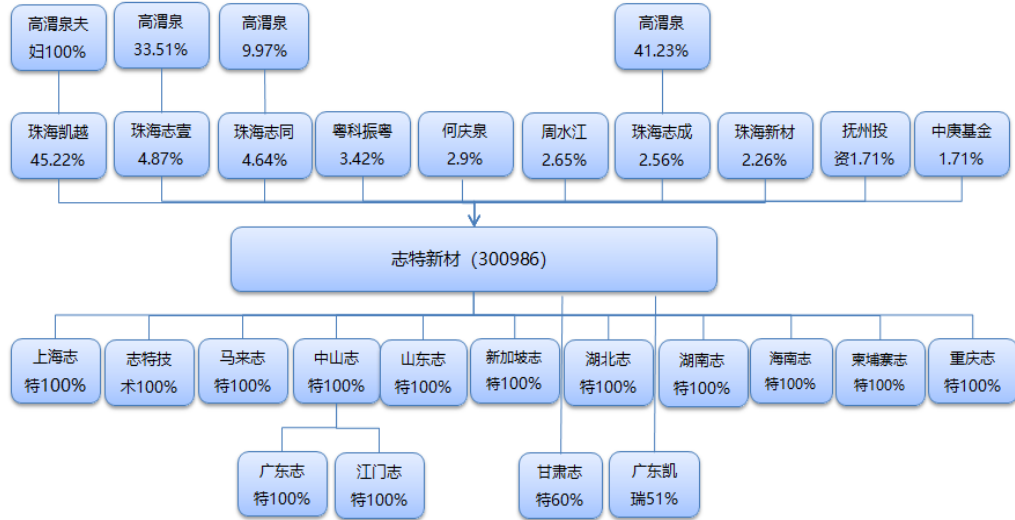
资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

(二) 全球布局产能

公司第一大股东为珠海凯越，实际控制人为高渭泉夫妇，双方通过珠海凯越持有上市公司 45.22% 股权。高渭泉先生还通过员工持股平台（珠海志壹、珠海志同、珠海志成）持有上市公司 3.37% 股权。公司核心技术人员、研发人员、信息技术人员通过员工持股平台持有上市公司股份。

公司下设子公司 13 家，总部设在广东中山、华南生产基地位于广东江门、华东生产基地位于江西广昌、华中生产基地位于湖北咸宁、华北生产基地位于山东潍坊、西南生产基地位于重庆潼南、西北基地位于甘肃兰州、装配式建筑基地位于海南临高、海外基地设在马来西亚森美兰州。

图表 2：高渭泉夫妇是公司的实际控制人



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 铝模板和爬架协同发展

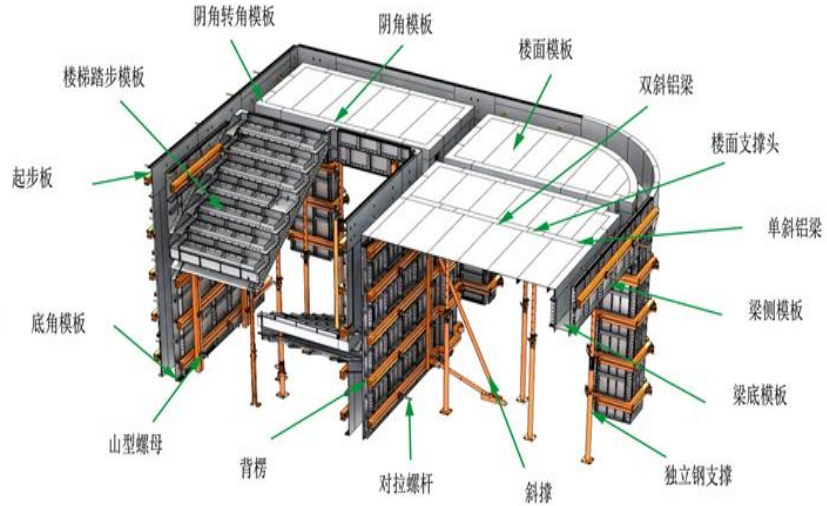
按照产品划分，公司产品可以分为铝模系统和爬架。

铝模系统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在项目混凝土施工中。

公司的铝模系统由铝合金模板、支撑件、加固件和辅件组成：

- ✓ **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。
- ✓ **支撑件**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。
- ✓ **加固件**是稳定铝合金模板、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。
- ✓ **辅件**是配套的装模拆模工具，主要包括工作凳、拆装工具等。

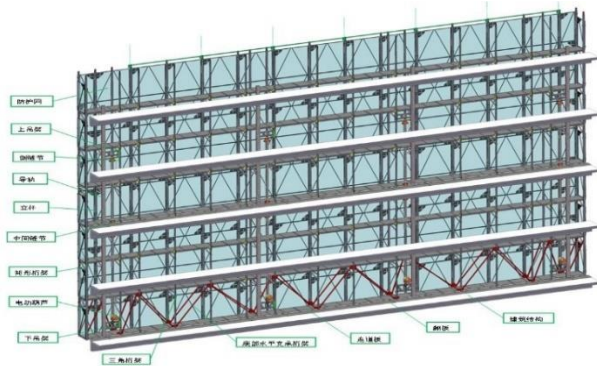
图表 3：铝模系统主要由四大构件组成



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

相较于传统脚手架，爬架具有经济高效、低碳环保、安全可靠、美观和智能化等综合优势。在建筑施工中，爬架与铝模系统下游客户相同，产品配套使用可以起到协同效果。公司从 2019 年下半年开始涉足爬架产品，2021 年上半年实现营业收入 4,780 万元，收入占比 8%。未来随着爬架的扩产，协同效应将提升爬架在公司收入和利润中的占比。

图表 4：爬架系统示意图



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图表 5：爬架外观示意图



资料来源：网络图片，太平洋研究院整理

(四) 租赁业务快速增长

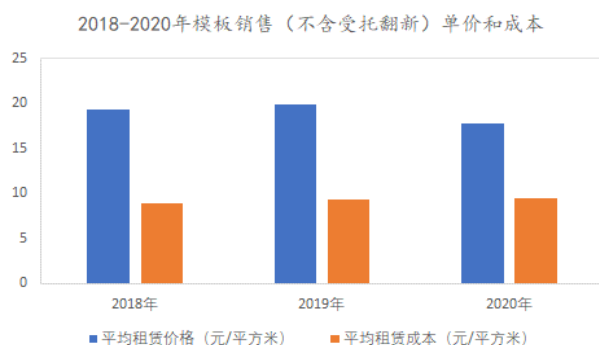
按照业务模式划分，公司业务可以分为铝模板销售、铝模板租赁、废铝销售。

铝模板销售是按照约定的产品面积和合同单价将铝模板销售给客户。产品交付后，公司不再拥有产品的所有权和使用权；项目完工后，处置权归客户。2018-2020 年铝模板销售单价（不含受托翻新）755.45、859.39、761.37 元/平方米，销售毛利率 18.77%、30.51%、21.74%。2020 年销售业务（不含受托翻新）的单价和毛利率出现下滑，主要与境外项目收入占比增加有关。由于境外项目结构相对简单，单位用铝量、用铁量低于国内项目，因此单价和毛利率低于国内。

铝模板租赁是按照实际测量的施工面积和合同单价进行结算。产品交付客户后，客户具有使用权兼保管义务，产品的所有权仍归公司。因此，公司在提供服务的同时，还会督促客户合理使用以减少损耗，提高回收利用率。项目完工后，公司将对铝模系统进行清点和回收，翻新后用于新的项目。2018-2020 年租赁单价 19.38、19.9、17.81 元/平方米，租赁毛利率 53.8%、53.37%、46.57%。2020 年租赁价格和毛利率下滑主要与公司旧板使用率增加后，在承接订单时具有一定的成本优势，采取了相对激进的价格策略所致。

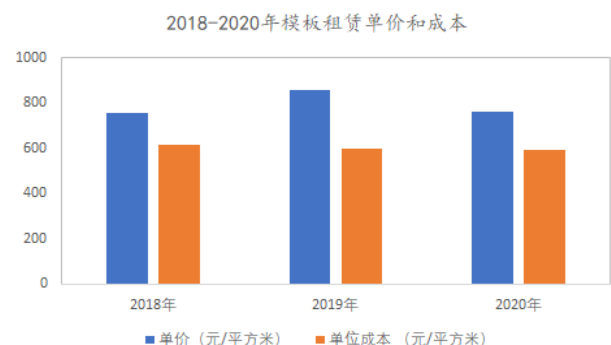
废铝销售是将铝模系统生产加工、旧模板翻新过程中产生的废铝进行销售，销售单价一般依据当日市场铝锭价格乘以约定的折扣率确定。会计核算时，公司将废铝销售放入“其他业务收入”。2020 年公司新板废铝售价为长江铝价 9.1-9.2 折、旧板废铝售价为长江铝价 8.9-9.1 折。

图表 6：境外业务增加导致销售业务利润率下滑



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

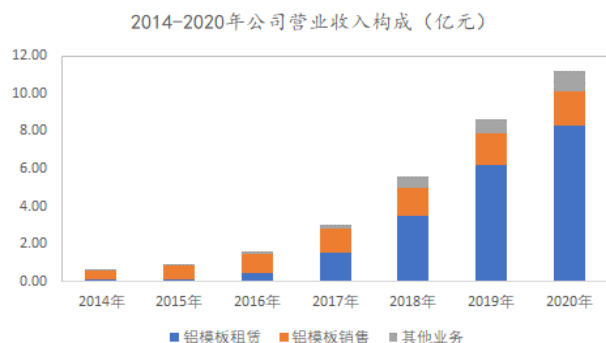
图表 7：价格策略导致租赁利润率下滑



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

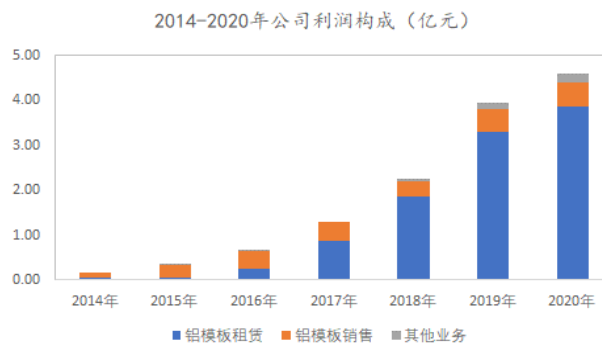
公司租赁业务收入增速远高于销售业务，在主营业务收入占比不断提高。公司成立初期，由于资金实力有限，公司通过铝模板快速设计、加工和销售，以保持资产快速周转，使得铝模板销售收入占比高。随着公司在行业中影响力增强、存量模板的增长，铝模板租赁收入增速加快，收入占比不断提高。2014-2020 年租赁业务收入复合增速 103%、销售业务复合增速 27%，租赁业务收入占比从 21%增至 74%、销售业务收入占比从 77%降至 16%。

图表 8：租赁业务收入快速增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：租赁业务利润占比增加

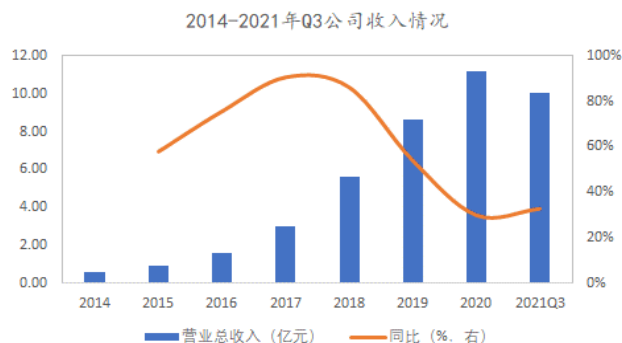


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(五) 收入和利润保持快速增长

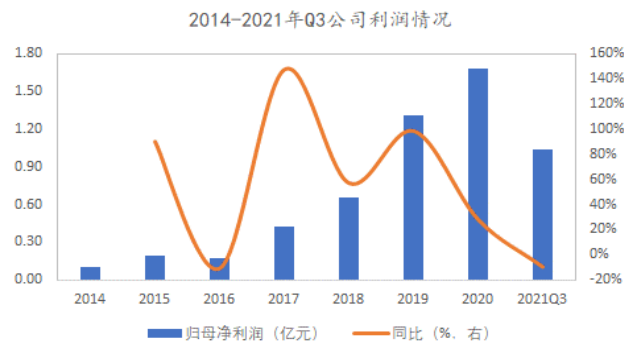
受益于铝模板渗透率的提升，公司收入和利润保持快速增长。2014-2020 年公司收入复合增速 64%，利润复合增速 60%。尤其是 2020 年，公司收入和利润并未受疫情影响而出现下滑。2021 年前三季度，公司收入同比增长 33%，利润端受到原材料价格上涨影响，归母净利润同比减少 9%。随着原材料价格的见顶回落，公司利润率有望出现回升。

图表 10：21 年前三季度收入保持快速增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：21 年前三季度利润出现下滑

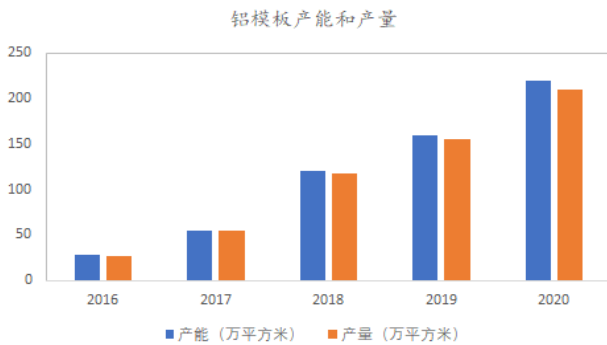


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

铝模板是公司重要的资产，铝模板的生产规模是公司业务发展的领先指标。2016-2020 年公司铝模板产能从 28 万平方米增至 220 万平方米、产量从 27 万平方米增至 210 万平方米，产能和产量的复合增速均为 67%，产能的快速增长驱动公司收入增长。

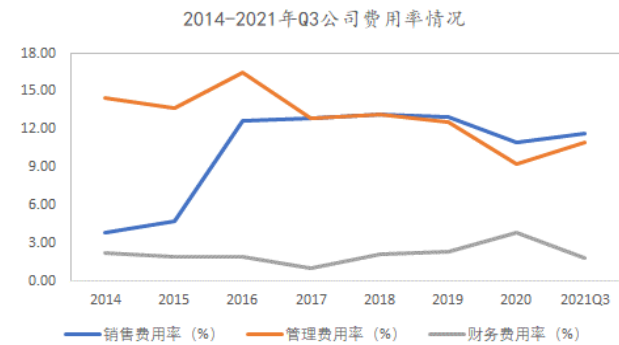
从费用率走势看，公司费用率控制得当。三项费用率自 2016 年见顶后，费用率整体延续了回落的走势。销售费用率的下降主要与销售服务人员服务项目的增加有关，管理费用率的下降主要与产能增长和信息系统带来的成本下降有关。2020 年，公司销售费用率同比减少 2.02 个百分点，管理费用率同比减少 3.33 个百分点，疫情期间的经营业绩未达预期及工作方式的变化也贡献了销售费用率和管理费用率的下滑。2021 年随着公司上市成功，公司的财务费用率也开始出现回落。

图表 12：铝模板产能和产量持续增长



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

图表 13：公司费用率控制得当



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

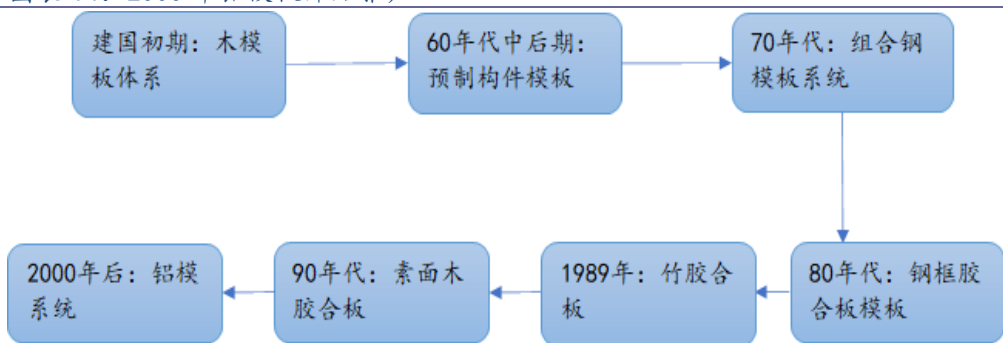
二、绿色建筑驱动行业成长

(一) 铝模板综合性价比突出

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。

我国模板发展主要经历以下几个时期：20 世纪 50 年代木模板；60 年代钢丝网水泥模板、手动滑升模板；70 年代小钢模板、整体大模板、液压滑升模板（小千斤顶、小钢模）、钢管架；80 年代定型组合大钢模板、液压滑升模板（大千斤顶、定型大钢模）、门形架；90 年代钢框竹胶板模板、胶合板模板、碗扣架、早拆模板支撑系统、定型整体大模板、液压爬升模板、桥梁模板。目前建筑施工领域使用的模板主要为木胶合板模板、竹胶合板模板、钢模板、塑料模板、铝模板。

图表 14：2000 年铝模板开始推广



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

木胶合板模板普遍存在质量较差、周转次数较低、施工效率低等问题，对于木材的有效利用率偏低。竹胶合板模板可重复使用的次数一般较少，质量不稳定，等厚公差过大，制作过程繁琐。全钢大模板自重较大，在施工过程中较为不便，必须配以相应的起重吊装设备，在施工过程中存在一定的安全隐患，增加了建设单位的人力、物力消耗。塑料模板存在刚度低、耐久性较差、受温度影响较大的缺点。铝合金模板具有重量轻、装拆方便、刚度强、承载力大、精度高和稳定性好，成型质量高，周转次数多，施工效率高，施工过程相对安全，对机械依赖程度低，应用范围广等优点。

图表 15：铝合金模板优势突出



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

铝合金模板性价比更高。使用不同类型的建筑模板，需要综合考虑模板的周转率、施工效率、施工质量、施工成本等因素。从综合成本看，铝模板与其他模板成本差异不明显。但是，由于无需二次抹灰，铝模板可以节约抹灰成本。我们按照抹灰材料成本 6 元/平方米、人工成本 12 元/平方米计算，铝模板每平方米可以节约成本 18 元。由于铝模板施工周期更快，铝模板的施工天数较其他模板少 1-2 天，可以进一步节约人工成本及费用。施工后的铝模板回收价值高，其他模板基本没有回收价值。

图表 16：铝模板综合性价比更高

性能	塑料模板	竹胶板	木模板	大钢模板	铝模板
市场价格（元）	150	48	42	租1.5元/天	出租24元/天
周转次数	30	6	6	拆模周期7天	
单次成本（元）	5	8	7	10.5	24
辅料成本（元）	8	钢管扣件+木方8	钢管扣件+木方8	机械费5	0
单次平米劳务成本（元）	36	33	33	28	28
综合成本	50	53	52	43.5	52
阻燃性	不阻燃	不阻燃	不阻燃	阻燃	阻燃
耐腐蚀性	优良	差	差	差	优良
脱模过程	容易	适中	适中	困难	容易
脱模剂	不使用	使用	使用	使用	使用
指定尺寸	可以	不可以	不可以	不可以	可以
回收性	回收	不回收	不回收	回收	回收价值高
吸水后	不变形	易变形损坏	易变形损坏	易吸水生锈	不变形
表面硬度	一般	一般	一般	高	高
环保	无污染	污染环境	污染环境	污染环境	无污染
施工周期（天/层）	6	6	6	7	4-5
其他		需二次抹灰	需二次抹灰	只用于竖向墙体	无需抹灰

资料来源：昌宜（天津）网站，太平洋研究院整理

(二) 政策对铝模板支持力度大

铝模板可以减少建筑垃圾排放。2020年4月，住建部发布《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》，文件中提出推广使用铝模板等周转材料，减少建筑垃圾产生量。铝为可再生金属，铝模板周转次数可达200-300次，而木模板仅3-5次。用铝模板代替木模板，可大幅减少木材的使用，减少施工中的建筑垃圾排放。

铝模板可以减少二氧化碳排放。2021年10月21日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推动城乡建设绿色发展的意见》，文件中提出实施建筑领域碳达峰、碳中和行动。2021年10月24日，国务院印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，文件中提出全面推广绿色低碳建材，推动建筑材料循环利用。同日，国务院还印发了《2030年前碳达峰行动方案的通知》，提出推广绿色低碳建材和绿色建造方式，加快推进新型建筑工业化，大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅，推动建材循环利用，强化绿色设计和绿色施工管理。以2013年为例，我国建筑模板用量超过8亿平方米，如果其中20%使用铝模板替代，可以节约1.6亿平方米木模板，相当于40万吨标准煤，减排100万吨二氧化碳排放。

铝模板行业规范和技术标准不断完善。2013年，云南、广东、福建、湖南、湖北等省将铝合金模板列入行业施工定额。2016年6月，住建部发布《组合铝合金模板工程技术规程》行业标准，并于当年12月1日起正式实施，对引导铝模板的发展、促进全国模板技术革新具有重要意义。

图表 17：铝模板行业规范和技术标准不断完善

名称	实施时间	发布单位	编号	适用范围
铝合金模板	2018年5月	住建部	JG/T522-2017	本标准适用于混凝土工程用铝合金模板。
组合铝合金模板工程技术规程	2016年12月	住建部	JGJ386-2016	本规程适用于建筑工程中现浇混凝土结构组合铝合金模板工程的设计、施工、验收、维修、保管和运输。
组合铝合金模板标准	2016年6月	中国模板脚手架协会	CFSA/T04:2016	本标准适用于现浇混凝土结构施工中所采用的组合铝合金模板。
建筑施工安全检查标准	2012年7月	住建部	JGJ59-2011	本标准适用于房屋建筑工程施工现场安全生产的检查评定。
铝合金结构工程施工质量验收规范	2010年12月	住建部、原国家质检总局	GB50576-2010	本规范适用于建筑工程的框架结构、空间网格结构、面板以及幕墙等铝合金结构工程施工质量的验收。
建筑施工模板安全技术规范	2008年12月	住建部	JGJ162-2008	本规范适用于建筑施工中现浇混凝土工程模板体系的设计、制作、安装和拆除。
铝合金结构	2008年3月	原建设部、原国家质检总局	GB50429-2007	本规范适用于工业与民用建筑和构筑物的铝合金结构设计。

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

（三）“十四五”期间市场空间有望翻倍

据中国基建物资租赁承包协会数据，截止 2020 年 12 月底，全国建筑铝合金模板市场保有量 6,200 万平方米，2020 年全国建筑铝合金模板生产销售、租赁承包收入约 364 亿元。根据中国模板脚手架协会发布的《2020 年度铝模板行业发展调研报告》，运营 3 年以上的铝模板生产企业新、旧铝模板配比为 4:6。我们测算，2020 年铝模板租赁市场规模（租赁价格 18 元/平方米，周转次数 20 次，旧模板占比 60%）134 亿元、销售市场规模 230 亿元。

根据中国模板脚手架协会发布的《2020 年度铝模板行业发展调研报告》，铝模板正处于发展上升时期，目前在高层住宅已达到 30%左右市场份额，仍有继续提升的空间，未来几年在发达地区中高层模板中市占率可以达到 50%。根据安泰科《中国铝模板生产及市场研究报告》显示，国外的建筑模板市场中，铝合金模板的市场占有率约为 70%左右，其中欧美市场为 50%-60%，在森林资源非常匮乏的国家和地区的市场占有率更高，如墨西哥、新加坡等均超过 80%。中国目前铝合金模板渗透率仅为 20%，相比国外成熟市场的渗透率仍有较为广阔的提升空间。我们假设“十四五”期间铝模板渗透率每年提升五个百分点，至 2025 年中国铝模板的市场渗透率为 45%；我们假设“十四五”期间房屋新开工面积复合增速为-3%。在此假设下，2021-2025 年铝模板行业市场空间 441/514/581/644/703 亿元，复合增速 14%。

图表 18：“十四五”期间行业复合增速 14%

指标	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
房屋新开工面积（亿平方米）	22.44	21.77	21.11	20.48	19.87	19.27
铝模板渗透率	20%	25%	30%	35%	40%	45%
铝模板市场空间（亿元）	364	441	514	581	644	703
增速		21%	16%	13%	11%	9%

资料来源：太平洋研究院整理

（四）行业集中度有望提升

随着我国铝合金模板行业快速增长，行业新进入企业不断增加。根据中国模板脚手架协会的统计，截止 2021 年 8 月底，全国铝合金模板市场保有量（含非标模板）约 8,000 万平方米，全国共有铝合金模板设备加工、研发设计、生产加工、租赁承包企业约 850 家，其中：特大型企业 2 家，大型铝模企业约 15 家（100 万平方米以上），中型铝模企业约 50 家，小型铝模企业 100 多家。铝合金模板大部分企业生产规模较小，行业集中度不高，属于典型的“大行业，小公司”。我们认为，随着行业龙头经营困难，原材料价格上涨及下游回款拖累，经营规模较小的铝模板企业将面临更大的竞争压力，行业集中度有望提升。

■ 龙头企业经营困难

在铝模板生产企业中，纯生产销售型铝模板企业占比 6.1%、纯租赁企业占比 6.9%、生产租赁一体化企业占比 86.9%。中国忠旺是铝模板行业的龙头企业，2020 年铝模板销售收入 90.1 亿元、铝模板租赁收入 8.1 亿元，综合市占率 27%。昌宜（天津）模板租赁有限公司为铝模板租赁领域的龙头，公司在全国建立了 40 余个物资基地，仓储面积 170 万平方米，年度供货能力 7,000 栋以上。由于公司为非上市企业，缺少公开信息，根据新华网报道，2019 年上半年昌宜（天津）实现收入 20.8 亿，为志特新材 4.9 倍（2019 年上半年营业收入 4.25 亿元）。目前，中国忠旺披露下属子公司出现严重经营困难，港股停牌至今，借壳中房置业的交易已经终止。根据中房置业 2020 年 7 月回复证监会的公告，昌宜（天津）模板租赁有限公司针对中国忠旺的应付款曾发生逾期。除了中国忠旺和昌宜（天津）外，行业其他竞争对手的业务体量相对较小，其中：华铁应急子公司恒铝科技 2020 年实现营业收入 1.5 亿元，闽发铝业 2020 年铝模板收入 0.91 亿元。由于下游客户对产品交付和服务能力要求高，龙头企业的经营困难会导致其丧失部分市场份额。

■ 铝价上涨提高进入门槛

长期以来，铝模板产业链形成了以铝锭 1.4-1.5 万元构筑的制造、维修翻新、施工专业承包成本与经营利润核算机制。铝价大幅上涨会使现有企业保持规模，适度扩张。由于行业竞争激烈，铝模租金价格浮动较小，新进入者在高铝价的状态下难以通过提价传导成本上涨，利润率下滑。

■ 回款延期和施工放缓增大经营压力

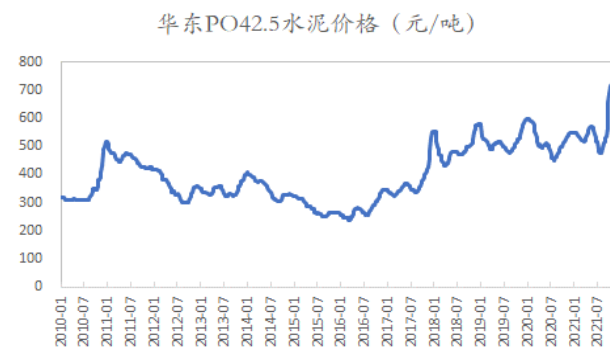
铝模板企业预付款、进度款、结算款等各个环节均存在拖欠现象。2021 年由于地产企业融资收紧，地产企业现金流紧张，导致铝模板企业的应收款账期延长。同时，由于原材料大幅上涨和限电政策影响，部分项目开工延期，导致铝模板企业收入确认进一步延后。双重挤压下，中小企业的经营压力困难。

图表 19：21 年铝价大幅上涨



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 20：21 年水泥价格大幅上涨



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、扩产满足需求，研发提升竞争力

(一) 产能布局完善，规模效应显现

扩大产能有利于提升市场占有率，提升行业地位。2016-2020 年公司产能和产量持续增长，IPO 募投资金用于江门志特 90 万平方米和湖北志特 60 万平方米扩建。除了现有基地扩产外，2021 年公司还通过新设全资子公司等方式，在海南、重庆自建生产基地，进一步完善全国产能布局。

合资模式快速扩产。公司通过加盟合资的方式，结合当地优质管理团队，先后设立了甘肃志特（持股 60%）、广东凯瑞（持股 51%）两个合资公司，完善产能布局。通过对合资公司进行技术、品牌、管理的输出，实现资源互补，有利于公司完善产能布局，快速提升市占率。

图表 21：主要基地产量持续增长

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

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

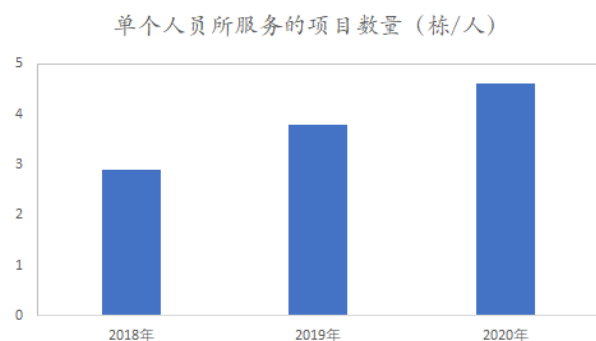
图表 22：全国化布局雏形已现



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

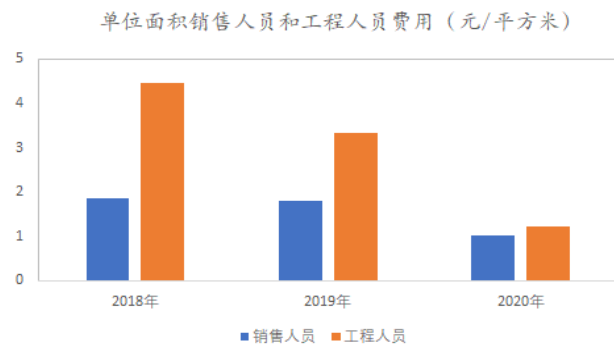
产能布局完善，规模效应显现。随着公司产能的扩张，区域项目分布密度提高，不同项目工地之间距离缩短，销售人员所服务的楼栋数量增加，对公司销售费用率下降贡献明显。2020年公司销售人员人均服务的项目数量较2018年增长60%，单位面积销售人员费用较2018年下降45%。未来随着公司产能布局的进一步完善，规模效应的体现会更加明显。

图表 23：单个人员服务项目持续增加



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图表 24：单位面积人员费用下降



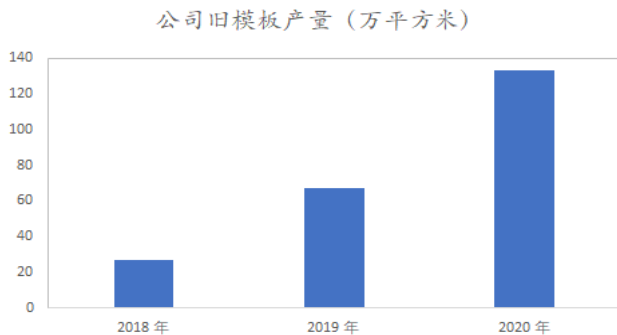
资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

（二）存量模板增加带来成本优势

模板折旧年限少于实际可用年限。公司将与铝模板生产相关的直接材料、直接人工和制造费用计入租赁模板的初始成本，在租赁期间进行摊销；将商务、设计、物流、现场服务、回收清理等环节的费用进行费用化，计入当期损益。一般情况下，一套铝模板系统应用于一个租赁项目的周期为1年左右。公司的租赁模板会计折旧次数为120次，残值率35%。假设1栋楼包含30层，即：每年周转30次，会计折旧年限为4年。当模板折旧计提完毕，后续使用不再计提折旧费用时，租赁业务的成本将大幅下降。

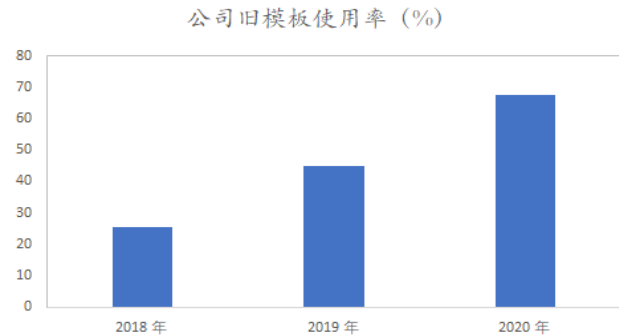
存量模板折旧完成后，利润率大幅增加。短期随着旧板使用率的提高，计入单个项目的旧板翻新成本上升，租赁期间摊销的折旧费用也同步上升。但是，当后期折旧完成后，利润率将出现大幅增加。2018-2020年，公司旧模板产量逐年增长，旧模板使用率逐年增加。随着存量模板增长和出租率的增加，未来租赁成本将先升后降，租赁毛利率呈现上升的趋势。根据公司招股说明书披露的成本测算，假设2016年开始投入100平方米模板，单位生产成本（含材料成本、人工费用、制造费用）、项目费用、年平均完工层数根据报告期各期平均数据确定，平均租赁单价参考2018-2020年平均单价保持不变，测算2016-2022年的租赁营业成本额、对租赁毛利率影响变动趋势。我们发现，虽然2016-2022年旧模板翻新折旧成本逐年增长，但是当2021年存量模板折旧完成后，公司旧模板折旧成本变为0，公司2021年毛利率较2020年增加7.55个百分点。

图表 25：旧模板产量持续增长



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图表 26：旧板使用率持续增加



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图表 27：旧板占比提升后利润率增加

项目（层，元）	2016 A	2017 A	2018 A	2019 A	2020 A	2021E	2022E
旧板发货率	19.29%	27.86%	25.32%	44.80%	67.67%	75.00%	80.00%
当年完工层数	22.73	29.55	24.77	24.54	26.46	25	25
累计完工层数	22.73	52.28	77.05	101.59	128.05	153.05	178.05
租赁收入	43,255.19	56,233.65	47,137.31	46,699.62	50,353.38	47,575.00	47,575.00
租赁营业成本	19,620.56	21,094.18	19,334.96	19,968.94	19,907.72	15,217.41	15,003.08
其中：旧板折旧成本	1,526.63	2,736.52	2,028.68	3,544.43	4,570.86	0	0
翻新成本折旧成本	733.02	1,058.68	962.16	1,702.45	2,571.38	2,850.00	3,040.00
毛利率	54.64%	62.49%	58.98%	57.24%	60.46%	68.01%	68.46%
对毛利率的影响	7.85%	-3.51%	-1.74%	3.22%	7.55%	0.45%	

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

先进入者优势明显。存量模板摊销结束后，租赁成本摊销减少，利润率提升，公司可以采取激进的价格策略以更快的获取市场，尤其是在下游新开工面积下滑的情况下。由于公司的存量模板规模位于行业前列，先发优势明显。

（三）坚持优质客户，加强应收款管理

加强与头部客户的合作。公司一贯坚持以中建、中冶等前十大建筑总包商为主要客户群体，以万科、碧桂园等前十大地产开发商项目为服务对象的“双前十”客户开发策略。公司项目主要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。从公司 2020 年前五大客户看，销售业务的主要客户是央企中国建筑和海外客户，租赁业务的主要客户是中国建筑、深圳建工等国有企业及碧桂园等头部地产企业。

图表 28：公司主要客户以国企和头部企业为主

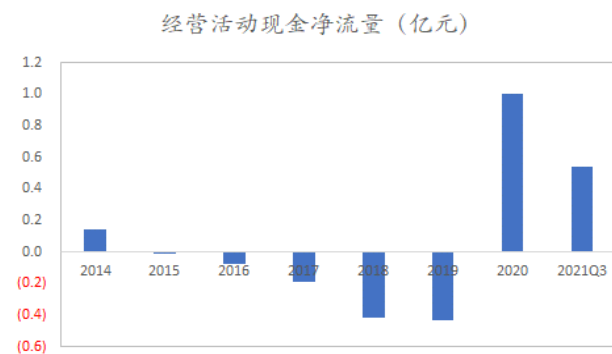
业务类型	序号	客户名称	收入占比 (%)
销售业务	1	中国建筑集团有限公司	20.82
	2	兴富发建设股份有限公司	14.24
	3	NAHDAT AL-AAMAR CONTRACTING COMPANY	13.38
	4	North Life Spaces LLP	5.27
	5	AL MAHAM AL SAREEAA BLDG	5.15
		合计	58.86
租赁业务	1	中国建筑集团有限公司	12.91
	2	广东亿德兴工程建设有限公司	6.75
	3	碧桂园控股有限公司	5.84
	4	深圳市建工集团股份有限公司	4.14
	5	海天建设集团有限公司	2.85
		合计	32.49

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

严格执行信用政策。对于销售业务，通常合同签订日后收取 20%-30%的定金，发货前收取至合同总金额 80%-90%提货款，交付使用后，待项目施工完成首层或若干层后收取剩余款项。对于租赁业务，通常合同签订日后收取 20%-30%的定金，发货前收取至合同总金额 60%-90%提货款，租赁期内模板下架前收取至 90%-95%，项目封顶结束后 1-3 个月内收取剩余尾款。2020 年，公司客户中，87%的客户采用该信用政策，低于以上信用政策的客户比例为 11%。

加强应收账款管理。公司自 2017 年加强应收账款的管理，一方面激励业务人员和客户提高预付款比重，另一方面，回款情况作为业务人员绩效考核的重要内容，应收账款按期回收情况良好。自 2016 年以来，公司收现比持续大于 1；2020 年起，公司的经营性净现金流由负转正。

图表 29：经营性净现金流由负转正



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 30：公司收现比持续大于 1



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 优质服务增加客户粘性

服务是客户最为关心的要素。铝模板租赁业务的链条长，需要公司为客户提供全面的服务。根据昌宜（天津）网站发布的《2021年9月铝模板行业市场发展态势预测》，64.32%的调研对象认为铝模板之间的竞争最为显著，其中后期服务、模板质量是影响铝模板竞争的关键因素，有5.8%的调研对象认为租赁价格、渠道关系等是影响用户选择的因素。在铝模板市场激烈竞争的背景下，完善相关配套技术，提升后期服务，才能满足客户需求，进一步扩大市场占有率。

公司综合服务体系涵盖售前、售中和售后服务。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，为客户提供持续不断的后续服务，包括现场技术指导、安装培训、改板、换板、补板、补配件等服务。

跨部门合作提供最优解决方案。公司销售、工程、深化设计等部门形成“铁三角”团队，为客户提供最优的技术解决方案，确保项目问题在24小时内解决。区域服务人员2小时抵达现场，生产基地辐射500公里内的，补料力争当天到达，其他区域力争24-48小时抵达现场。强大的综合服务能力使公司在激烈的市场竞争中处于优势地位。2018-2020年客户数量分别为127个、241个、324个，在租项目个数分别为368个、465个、724个，客户和在租项目数量持续增长。

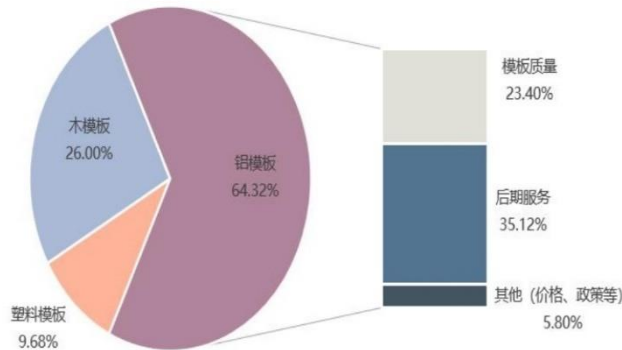
图表 31：公司服务体系涵盖售前、售中和售后



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

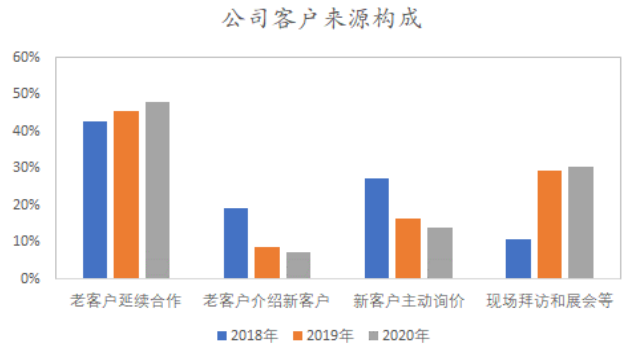
良好的服务使得客户粘性增加，部分老客户主动寻求延续合作。2018-2020年公司延续合作的老客户在公司收入中占比逐年增加，同时老客户也积极向公司介绍新客户。

图表 32：服务和质量是影响客户选择的关键因素



资料来源：昌宜（天津）网站，太平洋研究院整理

图表 33：老客户延续合作占比持续增加



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

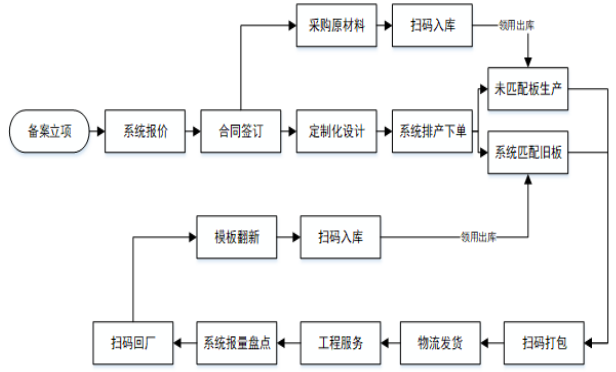
（五）研发提升竞争力

引进人才升级信息系统。租赁模式的业务链条长，需要公司加大研发投入对全流程进行管控。2017 年 2 月，公司引进 30 多名信息技术人才，负责开发、升级公司信息化系统。公司研发团队具有丰富的建筑专业知识和模板产品设计经验，对铝合金模板行业的变化趋势、技术进步及下游客户需求具有深刻的理解，可以持续向客户提供建筑铝模系统的整体解决方案。

通过自建信息化团队，定制开发全流程管控系统。销售阶段，根据库存及报价计算器系统指引接单；设计阶段，BIM 软件高效定制化设计；生产阶段，系统自动排产；物流阶段，扫码发货，系统自动校验；应用阶段，定期报量盘点，系统实时监控；施工过程，模板构件缺一不可；回厂阶段，一码一物扫码回厂；翻新完成，扫码入库；新项目使用，系统自动匹配再领用。

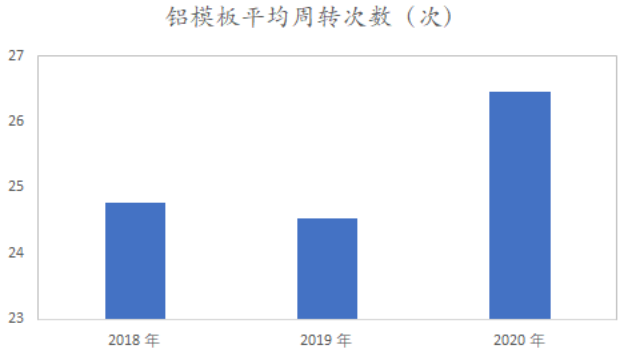
信息化管理提升运行效率。公司运营效率尤其是旧板管理效率主要受公司制度、业务策略、决策和执行效率等管理因素的影响，也受公司模板的清洗、存储、设计、试拼装、物流等过程及工地现场的管理等业务因素的影响。全流程的信息化管理能够保证物资零丢失、提高铝模板的周转率及旧板利用率。2018-2020 年，公司铝模板周转次数达到 24.77 次、24.54 次、26.46 次。周转次数增加意味着承接订单能力的加强及以更快的速度进行摊销，对收入规模和盈利能力具有重要影响。

图表 34：公司研发全流程管控系统



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

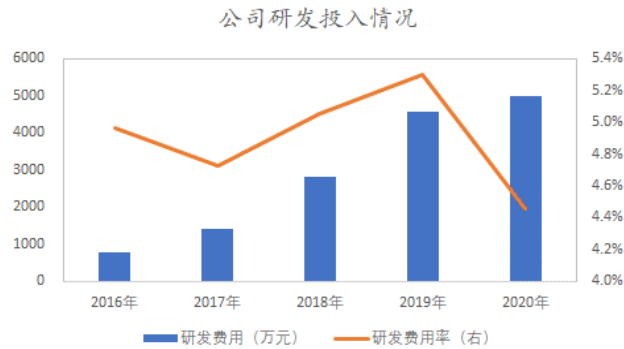
图表 35：公司模板周转次数增加



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

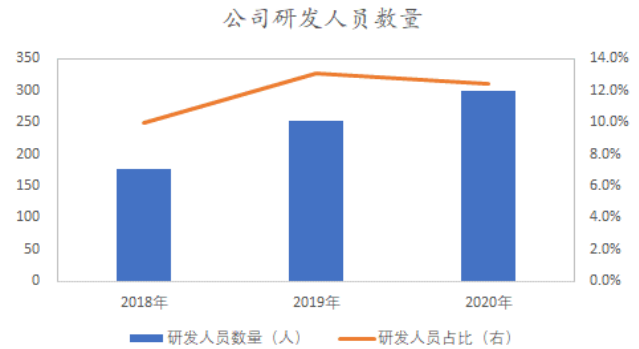
研发人员数量和研发费用率位于前列。为了维持研发团队的人员稳定，核心技术人员及多名研发中心员工、信息技术中心员工通过珠海志同等员工持股平台持有公司股份，保障了研发团队稳定性。截至 2020 年末，公司共有研发设计人员 300 人、研发人员占比 12.45%，研发费用率为 4.5%，均位于可比公司前列。

图表 36：研发投入持续增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 37：研发人员数量持续增加



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、盈利预测及估值

(一) 基本假设

- **产能和产量：**根据公司产能规划，预计 2021-2023 年公司产能和产量复合增速为 30%。
- **铝模板出租面积：**假设 2021-2023 年公司铝模板结存率为 61.77%、出租率为 70.06%、周转次数 26/26.46/26.46 次，预计 2021-2023 年公司租赁收入面积增速 33/35/32%。
- **铝模板销售面积：**假设 2021-2023 年铝模板销售面积增速 21/21/21%。
- **租赁价格和毛利率：**假设 2021-2023 年每平方米租赁单价 19/19/19 元，租赁毛利率 42/43/43%。
- **销售价格和毛利率：**假设 2021-2023 年每平方米销售单价 610/610/610 元，销售毛利率 28.34/28.34/28.34%。
- **其他业务收入和毛利率：**假设 2021-2023 年其他业务收入增速 20/20/20%，毛利率 19.31/19.31/19.31%。

图表 38：未来三年公司主要产品销量和价格假设

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
产能（万平方米）	120	160	220	286	372	483
增速				30%	30%	30%
产量（万平方米）	118	155	210	273	355	462
增速				30%	30%	30%
铝模板结存率		63.73%	61.77%	61.77%	61.77%	61.77%
出租率	82.27%	70.72%	70.06%	70.06%	70.06%	70.06%
周转次数（次）	24.77	24.54	26.46	26.00	26.46	26.46
租赁收入面积（万平方米）	1,791	3,107	4,656	6,170	8,350	11,028
增速				33%	35%	32%
租赁单价（元/平方米）	19.38	19.9	17.81	19.00	19.00	19.00
租赁毛利率	53.80%	53.37%	46.57%	42.00%	43.00%	43.00%
销售面积（万平方米）	22.27	24.94	30.3	36.81	44.72	54.34
增速		12%	21%	21%	21%	21%
销售单价（元/平方米）	680.27	680.96	606.65	610	610	610
销售毛利率	21.35%	29.58%	28.34%	28.34%	28.34%	28.34%
其他业务收入增速		21%	44%	20%	20%	20%
其他业务毛利率	12.05%	17.24%	19.31%	19.31%	19.31%	19.31%

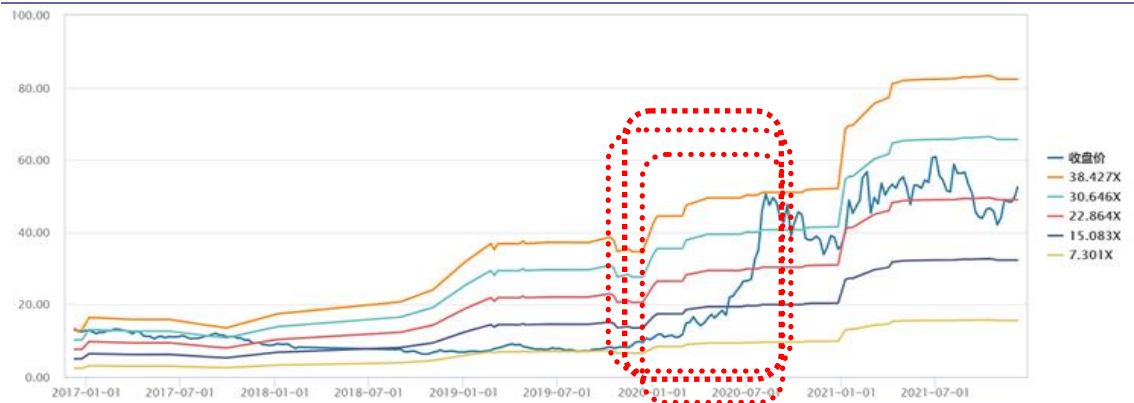
资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

(二) 估值及投资建议

我们预计公司 2021-2023 年营业收入 15.25/20.13/26.11 亿元、收入增速 36/32/30%，归母净利润 1.85/2.68/3.59 亿元、利润增速 10/45/34%。按照公司最新总股本 1.17 亿股计算，2021-2023 年 EPS 1.58/2.29/3.07 元，对应 PE 40/28/21 倍。

在 A 股没有主业为铝模板租赁公司的情况下，我们选取鸿路钢构(002541.SZ)作为可比公司。铝模板和装配式建筑都属于绿色建筑材料，渗透率都在快速提升，两家公司通过扩产提升市占率，无论是所处行业还是公司自身发展都具有相似之处。我们以装配式建筑渗透率快速提升过程中，鸿路钢构的估值表现作为志特新材估值依据。2020 年鸿路钢构最高估值 38X，由于铝模板渗透率在 2022 年继续提升，我们给予志特新材 2022 年 38 倍目标市盈率。采用市盈率相对估值法，按照 2022 年 EPS 2.29 元计算，给予未来 6-12 个月 87.02 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 39：2020 年鸿路钢构最高 PE 估值为 38 倍



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、风险提示

- 原材料成本上涨风险：公司采购的原材料为铝等大宗商品，原材料价格大幅上涨会导致公司生产成本增加。
- 下游客户回款风险：公司下游客户以总包商和地产客户为主，下游客户经营资金状况会对公司的回款产生负面影响。
- 电力紧张风险：公司产品生产过程中需要消耗能源，阶段性限电会对公司生产和下游需求产生影响。
- 疫情加剧风险：疫情加剧会影响国内和海外项目的施工进度，影响公司收入确认。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	61	199	424	600	750	营业收入	862	1,120	1,525	2,013	2,611
应收和预付款项	170	310	457	603	782	营业成本	469	661	943	1,223	1,579
存货	131	170	242	314	406	营业税金及附加	9	13	18	24	31
其他流动资产	47	84	109	112	115	销售费用	112	123	167	221	286
流动资产合计	409	762	1,232	1,628	2,053	管理费用	63	53	73	96	125
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	20	43	22	21	19
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	938	1,081	1,025	1,030	1,081	投资收益	0	1	0	0	0
在建工程	54	114	164	214	264	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	74	72	87	102	117	营业利润	162	212	233	339	454
长期待摊费用	1	2	3	3	3	其他非经营损益	(2)	2	1	1	1
其他非流动资产	24	15	52	52	52	利润总额	161	214	234	340	455
资产总计	1,499	2,045	2,560	3,027	3,567	所得税	24	35	38	56	74
短期借款	227	412	412	412	412	净利润	137	179	196	284	380
应付和预收款项	586	726	1,013	1,295	1,655	少数股东损益	6	10	11	16	22
长期借款	142	183	183	183	183	归母股东净利润	131	168	185	268	359
其他负债	0	0	0	0	0						
负债合计	967	1,334	1,624	1,906	2,266						
股本	88	88	117	117	117	预测指标					
资本公积	167	167	167	167	167		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	267	436	2,979	3,350	3,769	毛利率	45.58%	40.98%	38.14%	39.26%	39.52%
归母公司股东权益	522	691	620	788	947	销售净利率	15.18%	15.05%	12.10%	13.32%	13.74%
少数股东权益	10	20	31	48	69	销售收入增长率	54.01%	29.89%	36.20%	32.00%	29.71%
股东权益合计	532	711	936	1,121	1,301	EBIT 增长率	106.47%	39.47%	7.78%	40.44%	31.38%
负债和股东权益	1,499	2,045	2,560	3,027	3,567	净利润增长率	99.32%	28.72%	9.57%	45.24%	33.79%
						ROE	25.07%	24.39%	20.40%	24.99%	29.12%
						ROA	8.73%	8.24%	7.21%	8.86%	10.06%
						ROIC	15.35%	14.45%	13.11%	16.47%	19.61%
						EPS (X)	1.49	1.92	1.58	2.29	3.06
						PE (X)	0.00	0.00	40.48	27.87	20.83
						PB (X)	0.00	0.00	8.26	6.96	6.07
						PS (X)	8.67	6.67	4.90	3.71	2.86
						EV/EBITDA (X)	0.67	0.60	15.18	11.64	9.11

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
经营性现金流	(43)	100	512	669	843
投资性现金流	(169)	(128)	(319)	(369)	(469)
融资性现金流	211	115	32	(124)	(224)
现金增加额	(1)	85	225	176	150

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。