



## 买入（首次）

所属行业：建筑装饰/专业工程  
当前价格(元)：11.46

### 证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

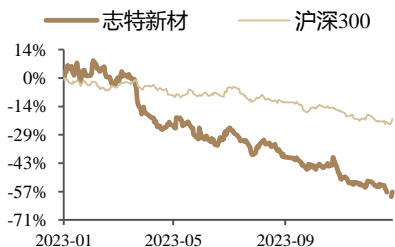
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.15	-18.25	-18.64
相对涨幅(%)	0.29	-12.74	-14.03

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 志特新材（300986.SZ）：铝模板渗透加速驱动市场扩容，龙头大有可为

## 投资要点

- 铝模板龙头，核心竞争力稳固。**公司成立于2011年，在铝模系统产品领域深耕多年，现已成长为铝模板行业龙头企业，并以铝模系统为核心积极拓宽产品品类，实施“1+N”战略实现协同发展。公司紧抓行业机遇实现业务规模快速扩张，2014-2022年公司营收复合增速达55.2%，归母净利润复合增速达43.3%。
- 发展空间可观，渗透率有望加速。**铝模系统在施工质量、施工效率、安全性、节能环保、经济效益方面均有优势，目前发达国家铝模板渗透率可达90%以上，而国内约35%，仍处于渗透率提升阶段，渗透率提升有望驱动行业需求持续扩容。同时，政策助力铝模板行业持续发展，持续推进绿色建筑施工驱动铝模板渗透率提升；铝模板行业作为基建物资租赁承包行业中的细分行业，企业更需提高自身数字化能力，实现降本增效，且租赁业务更考验企业精细化服务能力，数字化发展可提高企业运营能力，做到市场掌控化、服务精准化，从而助力企业提高其客户粘性。我们测算25年铝模板渗透率达45%情况下，铝模板保有量有望达10214.4万平，市场规模有望达493亿元，21-25年CAGR为6.52%。
- 多重核心竞争力保证业务发展可持续：**
  - 积极投资产能建设，为规模扩张奠定基础：**公司于2023年4月发行可转债，募集资金约6.14亿元，对江门、重庆建设基地的现有业务进行扩产，产能扩张有望驱动公司新一轮内生增长，带来产销提升的同时规模效应有望逐步显现；
  - 多元化产品布局，协同效应持续显现：**公司产品可应用于传统现浇式建筑以及装配式建筑模式，且防护平台、装配式预制件皆可以与核心业务铝模板搭配使用，实现协同效应，目前公司在研产品储备丰富，目标形成全体系统化品类布局，维持其竞争优势；
  - 较早开拓境外市场，东南亚市场成长性接力：**公司布局境外市场较早，境外业务逐渐成长，且东南亚市场空间广阔，公司在境外的早期铺垫可驱动规模扩张，形成国内、外双轮驱动。
  - 综合服务提升口碑，“两化融合”提升效率：**公司综合服务优势突出，服务体系及团队组织完善，并在信息化、工业化两个方向着重提升，人均创收/创利呈上升趋势，且模板周转层数处于较高水平，体现公司高效运营、管理能力。
- 投资建议：**公司作为铝模板行业龙头，短期有望受益于地产和基建开工端需求企稳，业绩具备向上弹性，中长期有望受益于铝模板渗透率提升带来的需求扩容、供给端出清下有望迎来市占率提升，我们预计公司23-25年归母净利润分别为0.25、1.71、2.80亿元，对应EPS分别为0.10、0.69、1.13元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格超预期上行、房地产政策落地不及预期；募投项目建设不及预期；应收账款回收不及预计。

**股票数据**

总股本(百万股):	246.37
流通 A 股(百万股):	105.48
52 周内股价区间(元):	10.67-28.78
总市值(百万元):	2,823.41
总资产(百万元):	4,970.24
每股净资产(元):	6.28

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,481	1,930	2,223	2,913	3,322
(+/-)YOY(%)	32.3%	30.3%	15.2%	31.0%	14.0%
净利润(百万元)	164	177	25	171	280
(+/-)YOY(%)	-2.4%	7.9%	-85.9%	583.5%	63.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.09	1.08	0.10	0.69	1.13
毛利率(%)	32.5%	30.9%	23.8%	27.0%	28.5%
净资产收益率(%)	13.3%	12.7%	1.7%	10.8%	15.4%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 公司概况：铝模板龙头，核心竞争力稳固.....	7
1.1. 股权结构稳定，实施股权激励彰显长期发展信心.....	8
1.2. 商业模式：积极拓宽产品品类，实施“1+N”一站式服务战略.....	11
1.2.1. 铝模板系统：公司核心主业，国内以租赁为主，海外以销售为主.....	11
1.2.2. 防护平台产品：与铝模板配套使用，以租赁为主.....	13
1.2.3. 装配式 PC 构件产品：定制销售，与铝模板技术互补.....	13
1.3. 财务表现：紧抓行业机遇实现业务规模快速扩张.....	14
2. 铝模板行业：发展空间可观，渗透率有望加速.....	18
2.1. 产业链：上游为铝型材，下游为建筑，铝模板具备多重优势.....	18
2.2. 行业上游：铝锭为大宗商品，显著影响铝模板成本.....	20
2.3. 行业下游：房地产+基建双重渗透，政策推进驱动渗透率提升.....	21
2.3.1. 房地产行业面临转型，    城中村及保障房有望加速行业筑底.....	22
2.3.2. 万亿国债落地或驱动基建提速.....	24
2.3.3. 国家重点发展绿色建筑施工，间接驱动铝模板渗透率提升.....	26
2.4. 行业进入深度整合期，数字化发展为未来趋势.....	29
2.4.1. 现状：受下游建筑行业影响，行业规模扩张暂缓.....	29
2.4.2. 竞争格局：行业竞争格局分散，企业出清态势尽显.....	30
2.4.3. 行业发展方向：数字化注入行业发展新动力，东南亚市场前景广阔.....	31
3. 多重核心竞争力铸造细分行业龙头.....	32
3.1. 积极布局产能建设，为规模扩张奠定基础.....	32
3.2. 多元化产品布局，协同效应持续显现.....	34
3.3. 率先开拓境外市场，东南亚市场成长性接力.....	37
3.4. 综合服务提升口碑，“两化融合”提升效率.....	38
4. 盈利预测与估值.....	41
5. 风险提示.....	43

## 图表目录

图 1: 志特新材股权结构 (截至 2023 年三季度)	8
图 2: 志特新材铝模板业务模式	12
图 3: 2014-2023Q1-Q3 志特新材营业收入及增速	14
图 4: 2014-2023Q1-Q3 志特新材归母净利润及扣非归母净利润	14
图 5: 2016-2023H1 志特新材营业收入结构拆分	15
图 6: 2016-2023H1 年志特新材毛利润结构拆分	15
图 7: 2016-2022 铝模销售、租赁收入占比情况	16
图 8: 2016-2022 铝模销售、租赁毛利率情况	16
图 9: 2016-2023Q1-Q3 志特新材利润率情况	16
图 10: 2016-2023H1 志特新材主要业务毛利率情况	16
图 11: 2018-2023Q1-Q3 志特新材费用率情况	17
图 12: 2018-2023Q1-Q3 志特新材费用及增速	17
图 13: 2018-2023Q1-Q3 志特新材应收款项情况	17
图 14: 2018-2023Q1-Q3 志特新材信用减值损失及增速	17
图 15: 2018-2023Q1-Q3 志特新材经营活动现金流量净额及增速	18
图 16: 2018-2023Q1-Q3 志特新材经营活动现金流入、流出情况	18
图 17: 铝模板行业产业链情况	18
图 18: 铝模板优势总结	19
图 19: 螺杆、拉片体系现场安装图	20
图 20: 2021-2022 建筑铝合金模板产品类型占比	20
图 21: 2017-2021 年志特新材铝模板销售成本拆分情况	21
图 22: 2022 年闽发铝业铝型材成本结构	21
图 23: 2014-2023 年铝锭价格走势	21
图 24: 2010-2022 全社会固定资产总额及增速情况	22
图 25: 2010-2022 建筑业总产值及增速情况	22
图 26: 2010-2023 年房地产施工/新开工面积趋势	22
图 27: 2021-2023 年房地产开发投资额趋势	22
图 28: 基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)累计同比	24
图 29: 地方政府新增专项债券累计值	24
图 30: 2016-2022 全国地下综合管廊总长度	24
图 31: 志特新材管廊铝合金模板系统图示	24
图 32: 2017-2022 公路、铁路里程情况	25

图 33: 2017-2023.10 公路水路交通固定资产投资额 .....	25
图 34: 铝模板市场空间测算逻辑 .....	27
图 35: 2014-2023H1 国内铝模板产量/保有量及增速 .....	29
图 36: 2020-2023H1 国内铝模板市场规模 .....	29
图 37: 2022 年铝模板企业经营模式占比 .....	30
图 38: 2022 年铝模板销售、租赁价格同比变化情况 .....	30
图 39: 2020 年铝模板行业主要企业市占率 .....	30
图 40: 2021 年-2023 年 9 月铝模板企业数量 (家) .....	30
图 41: 基建物资租赁承包行业企业数字化需求满足情况 .....	31
图 42: 基建物资租赁承包企业近三年数字化转型年均投入 .....	31
图 43: 2018-2022 铝模板产能、产量情况 .....	32
图 44: 2020-2022 防护平台产能、产量情况 .....	32
图 45: 2021-2022 装配式 PC 构件产能、产量情况 .....	32
图 46: 各业务产能利用率情况 .....	32
图 47: 2020-2022 铝模板租赁单位成本/费用 .....	34
图 48: 2020-2023H1 防护平台营业收入情况 .....	34
图 49: 2020-2022 防护平台产/销量情况 .....	34
图 50: 2021-2023H1 装配式预制件营业收入情况 .....	35
图 51: 2021-2022 装配式 PC 构件产、销量情况 .....	35
图 52: 2017-2021 装配式建筑新开工面积及占新建建筑比例 .....	36
图 53: 2021 年中国新开工装配式建筑结构类型 .....	36
图 54: 2018-2022 志特新材研发人数情况 .....	36
图 55: 2018-2022 志特新材及可比公司研发费用率 .....	36
图 56: 2018-2023Q1 公司境外市场营收及增速 .....	37
图 57: 2018-2023Q1 境内、外市场营收占比 .....	37
图 58: 公司综合服务体系 .....	38
图 59: 2018-2022 志特新材人均创收、创利情况 .....	40
图 60: 2016-2021 志特新材铝模板周转层数情况 .....	40

表 1: 志特新材发展历程.....	7
表 2: 志特新材对外投资情况 (截至 2023H1) .....	9
表 3: 志特新材首次限制性股权激励计划对象 .....	10
表 4: 2023 年 5 月志特新材股权激励计划变更前后情况.....	10
表 5: 志特新材 2022 年股票激励计划公司层面考核目标.....	10
表 6: 志特新材铝模系统产品构成 .....	11
表 7: 志特新材铝模系统商业模式及收入、成本确认模式.....	12
表 8: 志特新材防护平台产品结构 .....	13
表 9: 志特新材装配式 PC 构件产品结构.....	14
表 10: 各类模板性能特点比较.....	19
表 11: 对拉螺杆、拉片体系对比分析总结.....	20
表 12: 2023 年 4 月以来中央各部委关于城中村改造的相关表述 .....	23
表 13: 《关于规划建设保障性住房的指导意见》政策要点总结.....	23
表 14: 地下管廊政策总结.....	25
表 15: “十四五”公共交通政策总结 .....	26
表 16: 2023 年四季度特别国债主要投向总结 .....	26
表 17: 近期利好铝模板行业政策总结.....	27
表 18: 中国铝模板需求量及市场规模预测 .....	29
表 19: 江门生产基地 (二期) 建设项目变更前后情况 .....	33
表 20: 重庆生产基地建设项目变更前后情况.....	33
表 21: 各业务未来产能扩张情况 .....	34
表 22: 推广装配式建筑政策总结.....	35
表 23: 公司产品研发进度总结 (截至 2022 年) .....	36
表 24: 马来西亚、印尼建筑业发展计划总结.....	38
表 25: 志特新材生产流程中核心环节的技术含量及具体表现.....	39
表 26: 志特新材铝模板业务盈利预测.....	41
表 27: 志特新材防护平台业务盈利预测 .....	42
表 28: 志特新材装配式预制件业务盈利预测 .....	42
表 29: 志特新材盈利预测 .....	43
表 30: 可比公司估值 (截至 2024 年 1 月 24 日) .....	43

## 1. 公司概况：铝模板龙头，核心竞争力稳固

建筑铝模系统综合服务商，建筑模板细分铝模板行业龙头。志特新材成立于2011年12月，2021年4月在深交所挂牌上市。公司深耕建筑模板行业超十余年，现已成长为铝模板行业龙头，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。公司主营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等综合服务，19年开始协同发展防护平台、装配式预制件业务，公司业务板块涵盖民建及公建领域，深耕国内的同时积极拓展海外市场。

表 1：志特新材发展历程

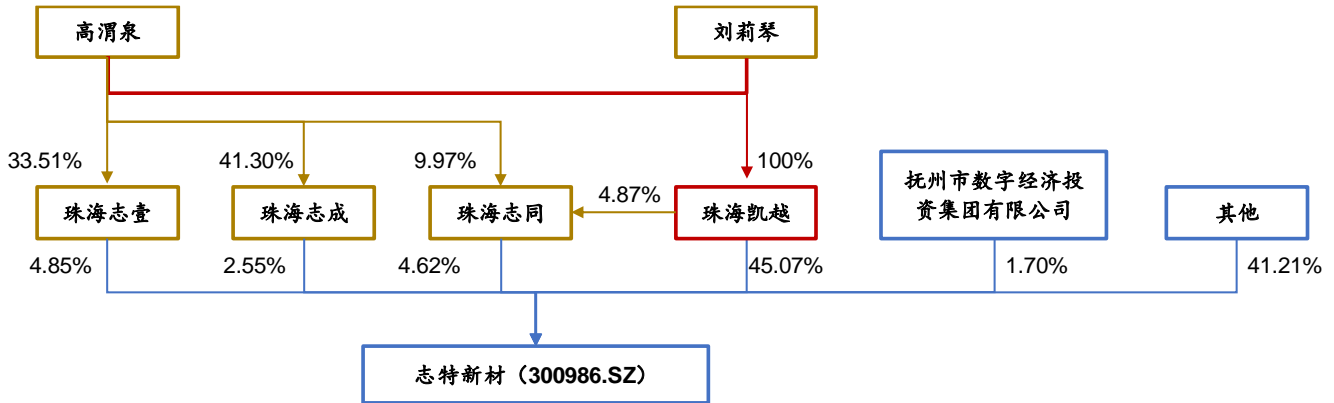
阶段	时间	重要事件
夯实内功阶段	2011年	江西志特新材料股份有限公司
	2014年	被评为“国家高新技术企业”
	2014年	首次进入新加坡市场
	2015年	首次进入马来西亚市场并成立马来西亚志特子公司
	2015年	首次进入印度市场
	2016年	作为主要参编人，参与编制《组合铝模板协会标准》
	2016年	通过新加坡政府建筑施工局（BCA）测评，取得BAND2认证
	2016年	在全国中小企业股份转让系统挂牌
	2018年	首次进入柬埔寨市场，全球运营总部奠基
	2019年	首次进入沙特阿拉伯市场
品类+产能扩张阶段	2019年	2019年下半年开展防护平台业务
	2021年	开展装配式PC构件业务，设立海南志特子公司主营该业务
	2021年	在深交所挂牌上市
	2022年	设立海南装配、江门装配子公司主营PC构件业务
	2022年	实施限制性股权激励计划，调动员工积极性
	2022年	获得中国模板脚手架行业“最具影响力企业”
	2022年	中国基建物资租赁承包协会颁发2022年度质量服务品牌企业
	2023年	发行可转换公司债券，投资建设江门志特生产基地（二期）、重庆志特生产基地（一期）
2023年	增加江门志特生产基地（二期）投资总额；在重庆志特生产基地（一期）基础上新增装配式产业园	

资料来源：公司官网、公司公告、中华建筑网，德邦研究所

### 1.1. 股权结构稳定，实施股权激励彰显长期发展信心

公司股权结构集中稳定，实控人为高渭泉、刘莉琴夫妇。截至 2023 年三季度，高渭泉、刘莉琴夫妇通过持有珠海凯越 100% 股份共同间接持有志特新材 45.07% 的股份，为公司实际控制人。此外，高渭泉先生为珠海凯越以及三家员工持股平台珠海志壹、珠海志成、珠海志同的实控人，四家公司构成一致行动人，合计持有公司股份约 57.09%。

图 1：志特新材股权结构（截至 2023 年三季度）



资料来源：公司 2023 年三季度报，德邦研究所

子公司辐射范围广，服务反应及时。截至 2023H1，公司拥有的子公司共 26 家，包括境内 23 家和海外 3 家，覆盖国内各区域和东南亚。通过全国化布局的子公司公司可以及时响应客户需求，提升综合竞争实力：当施工现场出现服务需求时公司区域服务人员 2 小时内力争到达项目现场，针对公司各生产基地辐射范围 500 公里内的项目施工地，公司补料力争当日到达，其他区域力争 24-48 小时运至施工现场。



**表 2：志特新材对外投资情况（截至 2023H1）**

地域	公司名称	主营业务	主要经营地	取得方式	持股比例	
国内	广东志特新材料科技有限公司	产品销售	中山	投资成立	间接持股 100%	
	广东志特新材料集团有限公司	产品销售	中山	投资成立	直接持股 100%	
	广东凯瑞模架科技有限公司	产品销售	深圳	投资成立	间接持股 51%	
	凯瑞模架科技（龙川）有限公司	生产销售	龙川	投资成立	间接持股 51%	
	广东志特新能源有限公司	产品销售	中山	投资成立	间接持股 75%	
	广东志特新能源科技有限公司	产品销售	中山	收购	间接持股 75%	
	江门志特新材料科技有限公司	生产销售	江门	投资成立	间接持股 100%	
	江门志特装配式建筑有限公司	建筑安装业	江门	投资成立	间接持股 75.99%	
	厦门志特新材料科技有限公司	生产销售	厦门	投资成立	间接持股 75%	
	海南志特新材料有限公司	生产销售	临高	投资成立	直接持股 83.5%	
	海南志特装配式建筑有限公司	产品销售	海南	投资成立	间接持股 51%	
	海南志特模架科技有限公司	生产销售	海南	投资成立	直接持股 100%	
	华中	湖北万百源建筑工程有限公司	建筑安装业	咸宁	收购	间接持股 49.5%
		湖北志特新材料科技有限公司	生产销售	咸宁	投资成立	直接持股 75%
		湖北志特新材料有限公司	生产销售	咸宁	投资成立	间接持股 75%
		湖南志特新材料科技有限公司	产品销售	长沙	投资成立	直接持股 100%
		湖南万百源建筑工程有限公司	房屋建筑业	长沙	收购	间接持股 49.5%
	华东	上海志特建筑科技有限公司	产品销售	上海	投资成立	直接持股 100%
		江西志特铝模板技术研发有限公司	技术研发	南昌	投资成立	间接持股 100%
华北	山东志特新材料有限公司	生产销售	潍坊	投资成立	间接持股 100%	
	山东志特新材料科技有限公司	生产销售	潍坊	投资成立	直接持股 100%	
西南	重庆志特新材料科技有限公司	生产销售	重庆	投资成立	直接持股 100%	
西北	甘肃志特新材料科技有限公司	生产销售	甘肃	投资成立	直接持股 60%	
国外	马来西亚志特(GETO Global Construction Tech Malaysia Sdn.Bhd)	生产销售	马来西亚	投资成立	直接持股 100%	
	柬埔寨志特 (GETO FORMWORK AND SCAFFOLDING CAMBODIA CO LTD)	产品销售	柬埔寨	投资成立	直接持股 100%	
	新加坡志特 (GETO GLOBAL SINGAPORE PTE LTD)	产品销售	新加坡	收购	直接持股 100%	

资料来源：公司 2023 年半年报，德邦研究所

**实施股权激励计划调动员工的积极性。**公司于 2022 年 5 月首次实施限制性股权激励计划，拟授予的限制性股票数量 190 万股，约当时总股本 1.17 亿股的 1.62%，其中首次授予 153.70 万股，预留 36.30 万股，授予价格（含预留授予）为 16.80 元/股，共计 88 名激励对象，其中包含 9 名管理层人员以及 79 名骨干员工。由于 2022 年 6 月公司 2021 年年度权益分派实施完毕，以公司总股本 1.17 亿股为基数每 10 股派发现金股利 1.5 元（含税），同时以资本公积向全体股东每 10 股转增 4 股，实施后公司总股本由 11706.6667 万股增至 16389.3333 万股，公司股权激励方案做相应调整。

**表 3：志特新材首次限制性股权激励计划对象**

对象	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本计划限制性股票总额的比例 (%)
管理层	高渭泉	董事长、总裁	10.00	5.26%
	韩新闻	副总裁	6.50	3.42%
	王卫军	董事、财务总监	6.50	3.42%
	温玲	董事、董事会秘书	6.50	3.42%
	李润文	董事、总裁助理	1.20	0.63%
	黄活泼	总裁助理	6.50	3.42%
	陈琳	总裁助理	6.50	3.42%
	江炉平	国内营销中心总经理	6.50	3.42%
	连洁	国际营销中心总经理	6.50	3.42%
员工	核心骨干员工 (79 人)		97.00	51.05%
	预留部分		36.30	19.11%
	合计		<b>190.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：《江西志特新材股份有限公司 2022 年限制性股票激励计划（草案）》，德邦研究所

**表 4：2023 年 5 月志特新材股权激励计划变更前后情况**

	变更前 (2022 年 5 月)	变更后 (2023 年 5 月)
首次授予部分	153.70 万股	215.18 万股
预留部分	36.30 万股	50.82 万股
价格	16.80 元/股	11.89 元/股
激励对象数量	88	86 (1 人离职、1 人放弃)

资料来源：《江西志特新材股份有限公司关于调整 2022 年限制性股票激励计划相关事项的公告》，德邦研究所

业绩考核目标较高彰显中长期信心，首期业绩达触发值公司层面归属 90%。公司层面主要考核 22-24 年累计营业收入，按照触发/目标值来计算，公司 21-24 年营业收入 CAGR 分别为 30.22%/40.28%，较高的业绩考核目标彰显公司对于自身发展的坚定信心。22 年公司实现营收 19.30 亿元，达到业绩考核触发值，公司层面归属比例为 19.30/21.47=90%。

**表 5：志特新材 2022 年股票激励计划公司层面考核目标**

	归属期	考核年度	归属比例	考核目标	触发值 (亿元)	目标值 (亿元)
首次授予的限制性股票	第一个归属期	2022 年度	30%	2022 年度营收	17.18	21.47
	第二个归属期	2023 年度	30%	22-23 两年累计营收	41.23	51.54
	第三个归属期	2024 年度	40%	22-24 三年累计营收	73.94	92.43
预留部分的限制性股票	第一个归属期	2023 年度	50%	22-23 两年累计营收	41.23	51.54
	第二个归属期	2024 年度	50%	22-24 三年累计营收	73.94	92.43
21-24 年 CAGR (%)					<b>30.22%</b>	<b>40.28%</b>

资料来源：《江西志特新材股份有限公司 2022 年限制性股票激励计划（草案）》，德邦研究所

## 1.2. 商业模式：积极拓宽产品品类，实施“1+N”一站式服务战略

公司以铝模系统为核心积极拓宽产品品类，实现协同发展。公司核心业务为铝模板系统产品，2019年下半年公司为响应客户对铝模系统与防护平台配套使用、穿插施工、提升效率的需求拓展防护平台业务；2021年公司为强化竞争格局、实现铝模板与装配式建筑的技术互补，开展装配式PC构件业务，“1+N”战略开始落地。

### 1.2.1. 铝模板系统：公司核心主业，国内以租赁为主，海外以销售为主

铝模系统为核心业务，主要产品为铝模板，应用领域不断延展。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，其中铝模板是以整体挤压成型的铝型材加工而成的建筑模板，可广泛应用于钢筋混凝土建筑结构的各个领域。在铝模板出现之前应用于建筑领域的模板类型主要包括木模板、竹模板、钢模板、塑料模板等。目前公司产品应用从建筑标准层逐渐扩展到地下室、裙楼等非标准层，并且从民用建筑延伸至公共建筑，地铁、隧道、桥梁和管廊等公共工程项目。

表 6：志特新材铝模系统产品构成

产品系列	主要用途	细分类型	细分产品	整体搭建效果图
铝合金模板	直接接触混凝土的承力板，为产品系统的主要组成部分	平面模板	墙、柱模板、顶面模板、梁底、梁测模板、盖板、吊板、起步板	
		角模板	阴角模板、阴角转角模板、阳角模板、底角模板	
		铝梁	单斜铝梁、双斜铝梁	
		支撑头	板底支撑头、梁底支撑头	
		楼梯模板	楼梯模板	
支撑件	支撑铝合金模板、混凝土和施工荷载的临时结构	独立钢支撑、斜撑等		
加固件	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	背楞、对拉螺杆和山型螺母、对拉片、销钉、销片等		
辅件	配套的装模拆模工具	工作凳、拆模工具等		

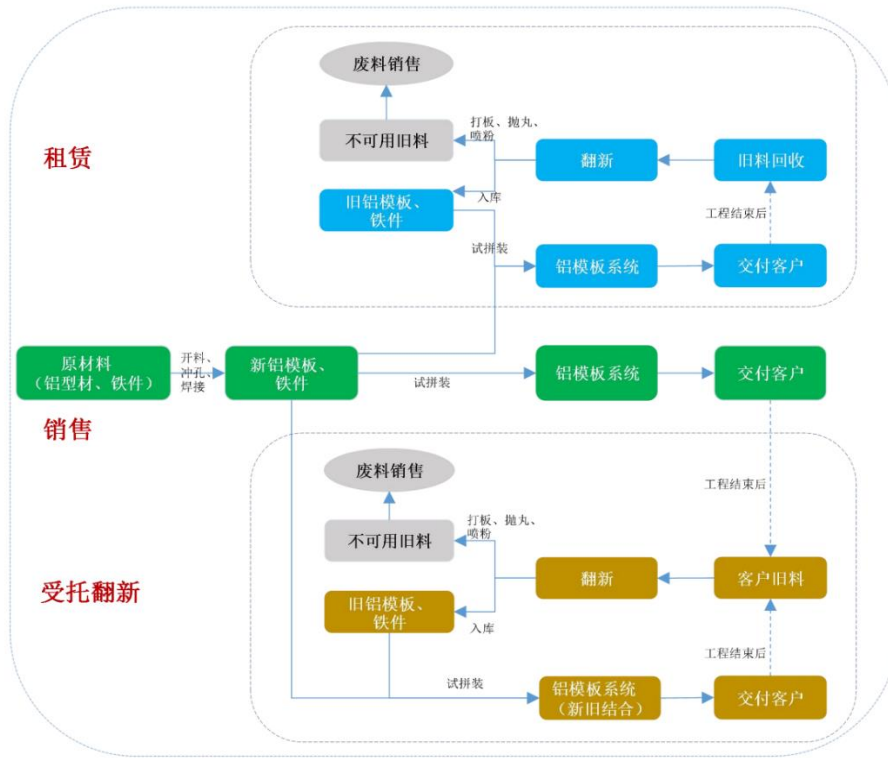
资料来源：公司招股说明书、公司 2022 年年报，德邦研究所

公司铝模业务包含销售、租赁、受托翻新、废料销售，国内以租赁为主，海外以销售为主。

1) **定价方面**：公司销售和租赁的铝模板产品均为定制化产品，产品定价主要受原材料价格、产品应用领域、楼层高度、新旧板构成、非标准板结构比例和设计复杂程度、进度款比例、谈判情况、市场行情等因素综合影响。

2) **成本方面**：销售模式下成本主要为原材料成本，租赁模式下主要为折旧成本，包括生产成本折旧和翻新成本折旧。公司优先出租旧板，翻新成本当期摊销较高将导致当期经营成本上升，影响租赁业务毛利率，但有利于提高公司盈利水平：1) 旧板优先出租可减少公司生产新板所需铝型材的采购成本，减少现金支出；2) 公司铝模板采用工作量法计提折旧，其中标准板/非标准板预计折旧次数为 120 次（层）/实际使用次（层）数，残值率均为 35%，根据公司招股说明书公司模板年均周转次数约为 25 次左右，折算折旧年限约为 4-5 年，但铝模板理论可重复使用 150-300 次，当旧板全部折旧完毕，租赁业务成本大幅下降，可显著提高公司未来盈利水平。

图 2：志特新材铝模板业务模式



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

表 7：志特新材铝模系统商业模式及收入、成本确认模式


业务模式	内容	定价因素	结算基数	收入确认方式	主要成本
销售	根据图纸进行定制化设计生产，产品交付客户后公司不再拥有所有权及使用权，除必要的技术指导外公司不对产品实施后续管理	价格受原材料价格、产品应用领域、楼层高度、新旧板构成、进度款比例、谈判情况、市场行情等因素影响	按产品的面积和合同单价进行结算	生产完工后按照客户要求试拼装或智能拼装，经客户验收合格后打包发送到客户工地 内销：产品送达客户工地后确认收入； 外销：依据具体合同对风险报酬转移时点的约定，分别在报关手续或客户收到产品时确认收入	由直接材料、直接人工、制造费用、运输成本构成，直接材料占比最高
租赁	公司将已有模板出租，客户只拥有使用权，公司提供必要的后续服务，项目结束后对模板进行翻新，再投入下一项目使用	价格受原材料价格、产品应用领域、楼层高度、新旧板构成、进度款比例、谈判情况、市场行情等因素影响	按实际测量的施工使用面积和合同单价结算	项目指导人员工每月上传工程报量，复核后确认当月收入	由当期的折旧费用、补料成本、劳务费用和运输费构成，折旧费用占比最高，包括生产成本折旧和翻新成本折旧，按当月工程报量计提折旧成本。翻新成本中，改切成本、喷粉费均根据实际发生成本，抛丸费根据历史成本预提，在模板回厂进行抛丸清洗时调整
受托翻新	公司接受客户委托，对旧模板进行清洗、设计、修改，交付后，提供相应的技术服务；	根据旧模板的质量、新项目的难易程度等因素进行市场化定价	按翻新的模板面积结算和各项情况定价结算	同销售模式	按项目核算，翻新过程中的主要工序与租赁模板相同，主要翻新成本包括抛丸费、喷粉费、改切费
废料销售	主要为铝模生产加工、旧模板翻新过程所产生的废铝，有直接对外销售和委托加工成铝型材自用两种模式	单价一般依据当日市场铝锭价格乘以约定的折扣率确定；废铝屑、废铝块折扣率不同，铝屑 7-7.6 折，铝块 8.7-9.2 折；公司 18 年以后对旧板抛丸去除水泥后出售，与新板废铝价格差异不大	按当日铝锭市场价、折扣率和公斤数结算	款到提货、运费客户自担	生产加工所产生的废铝成本为废旧铝价的合理价格；旧板翻新产生的废铝成本为以前年度的旧模板采购成本

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

### 1.2.2. 防护平台产品：与铝模板配套使用，以租赁为主

公司防护平台产品可与铝模系统配套使用。防护平台（爬架）是具有防倾覆、防坠落装置的外脚手架，搭设一定高度并附着于工程结构上，依靠自身的升降设备和装置，可随工程结构逐层爬升或下降。防护平台系统包括架体、附着支撑、升降、智能控制、防雷，可在建筑施工中与铝模系统配套使用，起到协同效果，可满足穿插提效施工的需求，2019年下半年公司开始拓展防护平台业务。

表 8：志特新材防护平台产品结构

产品系列	主要用途	细分产品	实物图
架体系统	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。	走道板、立杆、防护网、桁架等	 <p>注：楼体外蓝色装置为防护平台</p>
附着支撑系统	附着支承系统是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。	附着支座、支顶器、夹板、摆针等	
升降系统	升降系统主要功能是为爬架的升降提供有效的动力。	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	
智能控制系统	智能控制系统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。	总控箱、分控箱和载荷传感器等	
防雷系统	防雷系统主要功能是防雷击造成架体及人员伤害。	接闪器、接地网、接地线等	



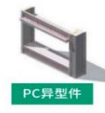

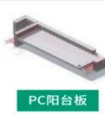

资料来源：公司招股说明书、公司官网，德邦研究所

公司爬架业务模式包括销售、租赁、受托翻新。销售、租赁业务均按产品机位（或围护面积）进行结算；受托翻新根据客户旧防护平台质量、新项目的难易程度等综合因素进行定价。公司销售的爬架系统及配件为定制产品，生产完工后按照客户要求发送到客户工地后确认收入，租赁的爬架产品依据合同的约定单价以及当月实际租用量（实际围护使用面积）确认当期租赁收入。

### 1.2.3. 装配式 PC 构件产品：定制销售，与铝模板技术互补

公司装配式 PC 构件可与铝模板实现技术互补。装配式 PC 构件是指在工厂中通过标准化、机械化方式加工生产的混凝土制品，与之相对应的传统现浇混凝土需要工地现场制模、现场浇注和现场养护。预制构件运输至现场后，为了实现“等同现浇”，预制构件连接节点或构件之间需要采用现浇连接方法。现浇区域的模板采用铝模板相对于钢模板更轻，安装拆卸方便；相对于木模板使用次数更多，强度高、成型质量好、节能环保，成型后混凝土表面质量平整光滑，可达到免抹灰效果，符合绿色建筑施工核心理念。所以铝模板与装配式建筑的结合使用可实现技术互补，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，取得良好的经济效益。目前公司以定制销售业务为主，在产品送达客户工地后依据项目方量与合同单价确认收入。

表 9: 志特新材装配式 PC 构件产品结构

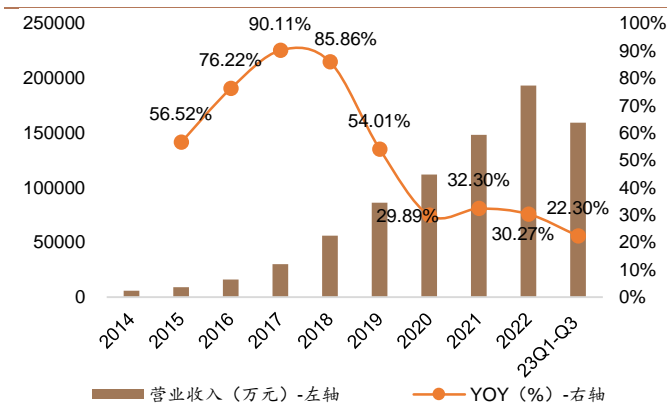
细分产品	实物图
PC 内墙板	
PC 外墙板	
PC 异型件	
PC 楼梯	
PC 阳台板	
PC 叠合楼板	

资料来源: 公司 2022 年年报, 德邦研究所

### 1.3. 财务表现: 紧抓行业机遇实现业务规模快速扩张

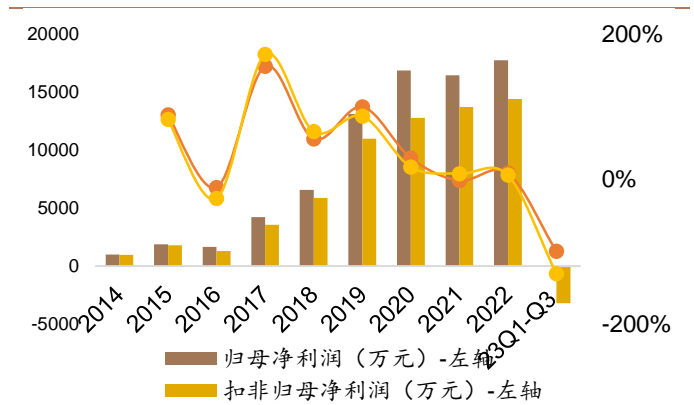
**业务规模持续扩张, 营收利润稳步攀升。**公司营业收入从 2014 年的 0.57 亿元增长至 2022 年的 19.3 亿元, 年均复合增速达 55.2%; 归母净利润/扣非归母净利润年均复合增速达 43.3%/39.9%。公司近年来出现三次较大的业绩波动: 1) 2018 年由于毛利率下降以及销售、研发、财务费用率提升, 导致公司业绩增速低于收入增速; 2) 2019 年公司毛利率显著修复下业绩增速有所提升; 3) 2023Q1-Q3 公司营业收入保持增长态势, 但由于公司铝模及防护平台单价下降导致毛利率下降、应收账款及应收票据减值损失计提 4372 万元、以及支付可转债利息导致财务费用增加, 公司归母净利润/扣非归母净利润增速大幅下降。

图 3: 2014-2023Q1-Q3 志特新材营业收入及增速



资料来源: 公司招股书、公司年报、可转债募集书、公司 2023 年三季度报、同花顺 ifind, 德邦研究所

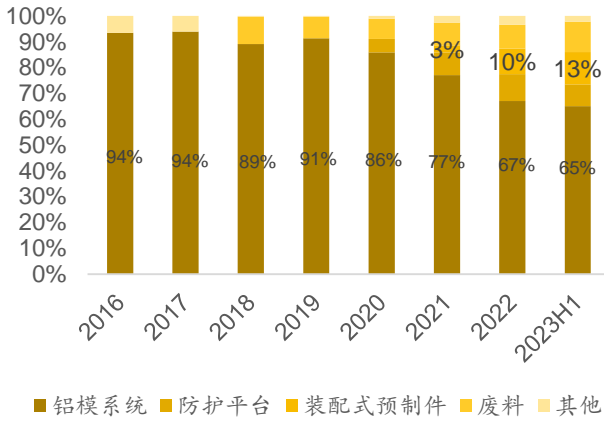
图 4: 2014-2023Q1-Q3 志特新材归母净利润及扣非归母净利润



资料来源: 公司招股书、公司年报、可转债募集书、公司 2023 年三季度报、同花顺 ifind, 德邦研究所

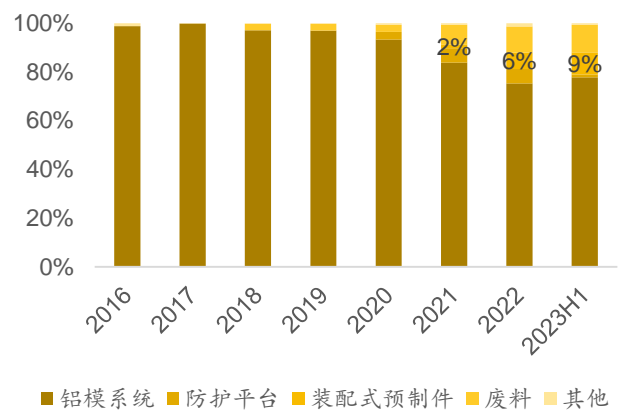
**铝模板产品为核心业务, 防护平台和装配式预制件业务逐步成长。**2018-2023H1 公司铝模板业务营收占比平均约 79.3%, 毛利润占比平均约 86.3%, 为公司收入及利润主要来源。自 2019H2 防护平台、装配式预制件业务开展以来, 两者营收贡献逐步提升, 截止 23H1 装配式预制件已成为公司收入及毛利第二大来源, 23H1 公司铝模系统、防护平台、装配式预制件收入占比分别为 65.1%、8.5%、12.5%。

图 5: 2016-2023H1 志特新材营业收入结构拆分



资料来源：公司招股说明书、公司可转债募集说明书、公司可转债评级报告、公司年报，德邦研究所  
注：2016-2017 年，其他业务包含废料业务，2018 年及以后废料业务主要为废铝销售

图 6: 2016-2023H1 年志特新材毛利润结构拆分



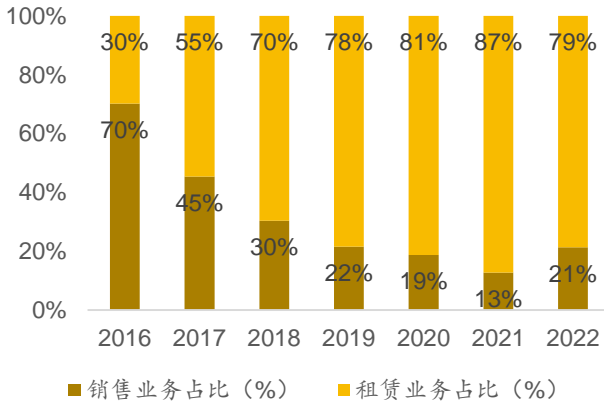
资料来源：公司招股说明书、公司可转债募集说明书、公司可转债评级报告、公司年报，德邦研究所  
注：2016-2017 年，其他业务包含废料业务，2018 年及以后废料业务主要为废铝销售

**公司铝模板业务租赁占比快速提升。**1) 客户选择租赁受益更多：客户通过租赁铝模板可以减少其资金占用并得到更细致化的服务，从而客户更倾向于选择租赁模式而不是购买新板。2) 公司租赁业务毛利率更高：租赁业务中，折旧费用为主要成本，随着公司旧板管理能力逐渐提升，部分模板实际使用寿命大于折旧次数，摊销成本降低，从而提高毛利率。

**近年来公司铝模销售及租赁业务毛利率波动较大，主要系单价及原材料价格影响：**

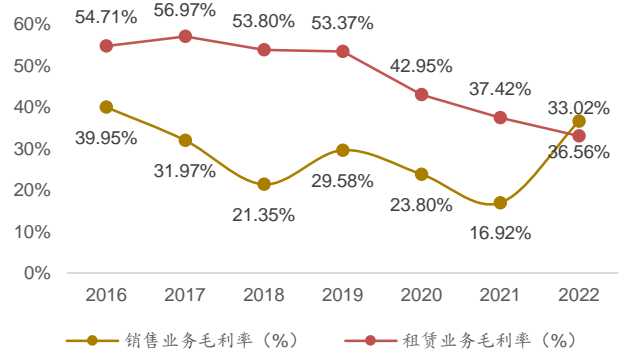
- ✓ **销售业务：**1) 2017 年原材料价格上涨导致销售（不含受托翻新）毛利率下降 8.95pct；2) 2018 年公司主动降价以高性价比产品开拓海外市场，毛利率下降 10.61pct；3) 2019 年受益于市场价格回升公司毛利率显著改善；4) 2020 年外销收入占比增长迅速，由于外销项目结构相对简单，单位用铝量、用铁量低于境内项目，因此单价和毛利率更低，拉低整体毛利率；5) 2021 年毛利率下降主要系受托翻新业务毛利率从 54.63% 降至 21.45%；6) 2022 年公司铝模系统销售业务毛利率显著改善，我们认为或主要系公司销往中国香港、中国台湾项目结构复杂、含铝量高，叠加 22 年铝价大幅攀升带动成本上涨，公司产品提价幅度远高于成本上涨幅度。
- ✓ **租赁业务：**1) 2020 年租赁毛利率下降主要系公司旧板使用率提升后公司在市场需求较弱情况下主动降价，叠加当期单价相对较低的高楼层项目占比提高；2) 2021-2022 年公司铝模业务在租赁单价小幅回升情况下毛利率仍持续下降，我们认为或主要系原材料铝锭价格上涨叠加项目平均层数下降，同时导致单位面积折旧成本大幅上升。

图 7：2016-2022 铝模销售、租赁收入占比情况



资料来源：公司招股说明书、公司可转债募集说明书、公司年报、可转债评级报告，德邦研究所；注：销售业务含受托翻新，2020 年租赁业务收入由租赁单价\*租赁收入面积测算

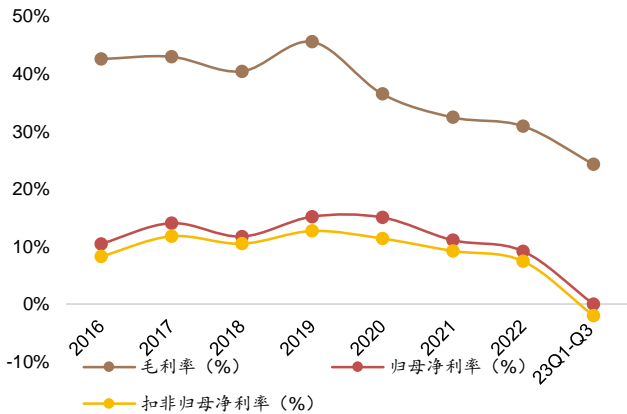
图 8：2016-2022 铝模销售、租赁毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、公司可转债募集说明书、公司年报、可转债评级报告，德邦研究所；注：销售业务含受托翻新，22 年租赁补料费用及销售、租赁运费参考 21 年各项费用占其他费用的比例测算

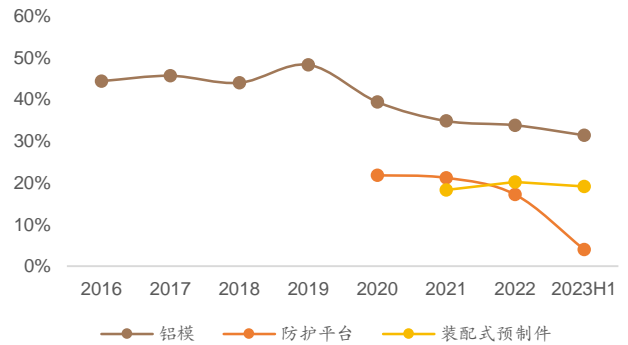
**铝模毛利率最高，23 年上半年铝模及防护平台毛利率下降致公司盈利能力承压。**公司各项业务中铝模产品毛利率最高，长期维持在 30% 以上，防护平台和装配式预制件毛利率在 20% 左右波动。23 年前三季度公司整体毛利率约 24.33%，较 22 年底下降 6.62pct，主要系铝模及防护平台收入单价下降，以及防护平台由于广东省住建厅发布对防护平台建筑施工技改要求导致对外出租业务收入减少，但成本仍按照年限计提折旧所致，2023H1 公司防护平台毛利率大幅下降至 3.99%。

图 9：2016-2023Q1-Q3 志特新材利润率情况



资料来源：公司招股说明书、公司 2021、2022 年年报、公司 2023 年三季度报，德邦研究所；注：2020 年数据根据新会计准则调整

图 10：2016-2023H1 志特新材主要业务毛利率情况

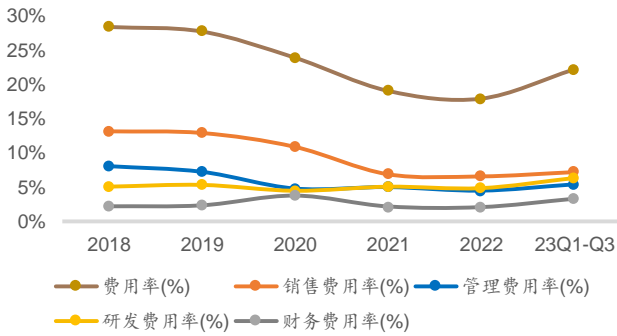


资料来源：公司招股说明书、公司 2021、2022 年年报、公司 2023 年三季度报，德邦研究所；注：2020 年数据根据新会计准则调整

**费用管控能力整体稳定。**2018-2022 年公司费用率从 28.51% 降至 17.95%。其中，销售费用占比最高对整体费用率影响显著，而公司管理费用、研发费用、财务费用占营业收入比例波动较小。2023Q1-Q3 公司各项费用率均提升导致整体费用率同比提升 3.75pct，其中财务费用上涨最多，同比提升 1.37pct，主要系支付可转债利息。

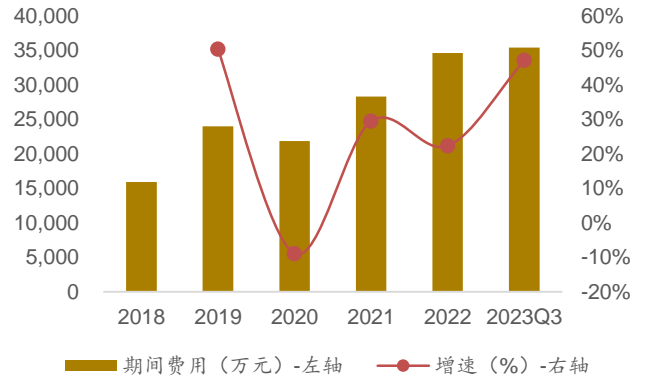


图 11: 2018-2023Q1-Q3 志特新材费用率情况



资料来源: 公司招股说明书、公司 2021、2022 年年报、公司 2023 年三季度报, 德邦研究所; 注: 2020 年及以后, 销售费用剔除运费部分

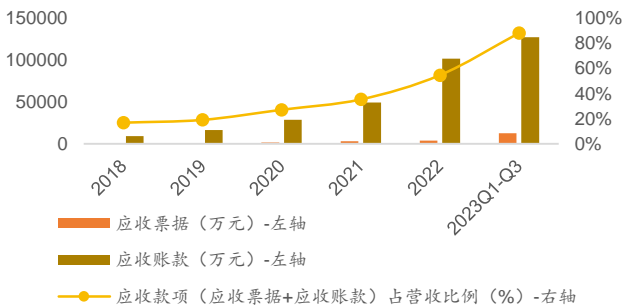
图 12: 2018-2023Q1-Q3 志特新材费用及增速



资料来源: 公司招股说明书、公司 2021、2022 年年报、公司 2023 年三季度报, 德邦研究所; 注: 2020 年及以后, 销售费用剔除运费部分

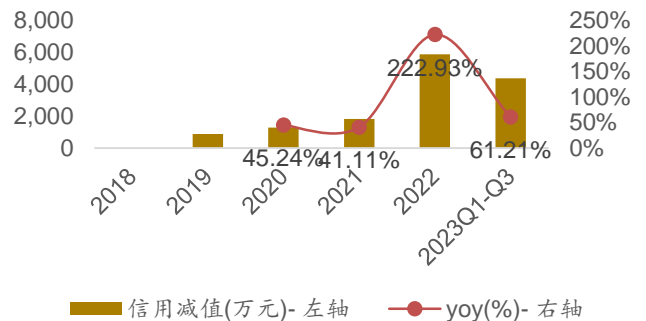
**应收票据及账款占比逐年提升, 22 年开始计提减值较多影响公司业绩。** 2018-2023Q3 公司应收款项占营收比例自 16.83% 上升至 87.64%, 主要原因为: 1) 公司国企客户占比逐年增加, 其合同审批及付款流程较长, 导致应收账款增加; 2) 下游房地产行业企业资金压力加大, 叠加基建、房地产投资放缓, 从而影响建筑总包方资金情况, 导致公司回款速度放缓。2022 年公司信用减值同比大幅增长 222.93% 至 0.59 亿元, 23 年前三季度公司再度计提信用减值损失约 0.44 亿元, 显著影响公司当期业绩。

图 13: 2018-2023Q1-Q3 志特新材应收款项情况



资料来源: 公司招股说明书、公司 2021、2022 年年报、公司 2023 年三季度报, 德邦研究所

图 14: 2018-2023Q1-Q3 志特新材信用减值损失及增速

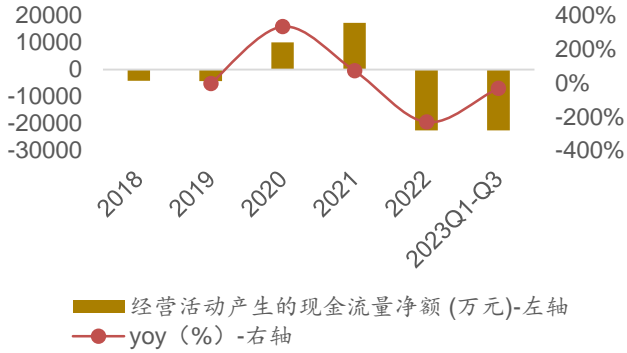


资料来源: 公司招股说明书、公司 2021、2022 年年报、公司 2023 年三季度报, 德邦研究所

**受应收款项增加影响, 经营性现金流承压。** 2018-2019 年由于租赁业务规模扩张而增加新板导致原材料采购资金大幅增长, 公司经营性现金流净额持续为负。2020 年受益于前期增加的模板持有量, 铝模板旧板使用率增高, 当年原材料采购减少, 经营现金流净额转正。2022 年受应收账款上升, 叠加因新建产能投产导致的原材料采购、劳务支出增加影响, 公司经营性现金流量净额再度转负, 截止 2023Q3 公司经营活动现金流量净额持续为负。

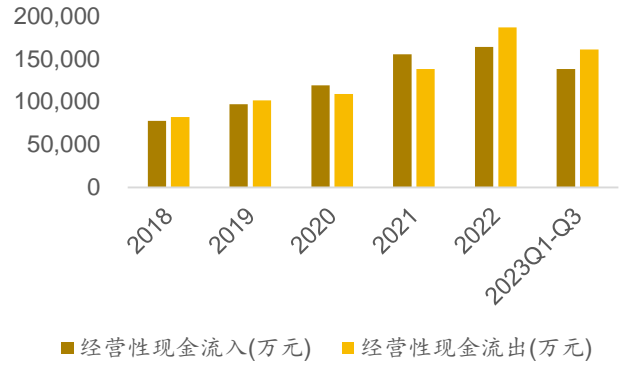
**公司采取有效措施改善回款状况, 有望保障未来经营活动现金流入。** 1) 优化客户结构, 以国央企客户项目为主, 保证应收款质量; 2) 完善应收账款管理制度, 加强应收账款事前审核、事中控制和事后监管, 加大应收账款责任制实施力度, 优化业务人员的收款绩效考核, 从而降低应收账款坏账风险。我们认为, 公司未来的回款效率有保障, 经营性现金流情况有望向好。

图 15: 2018-2023Q1-Q3 志特新材经营活动现金流量净额及增速



资料来源：公司招股说明书、公司 2021、2022 年年报、公司 2023 年三季度报，德邦研究所

图 16: 2018-2023Q1-Q3 志特新材经营活动现金流入、流出情况



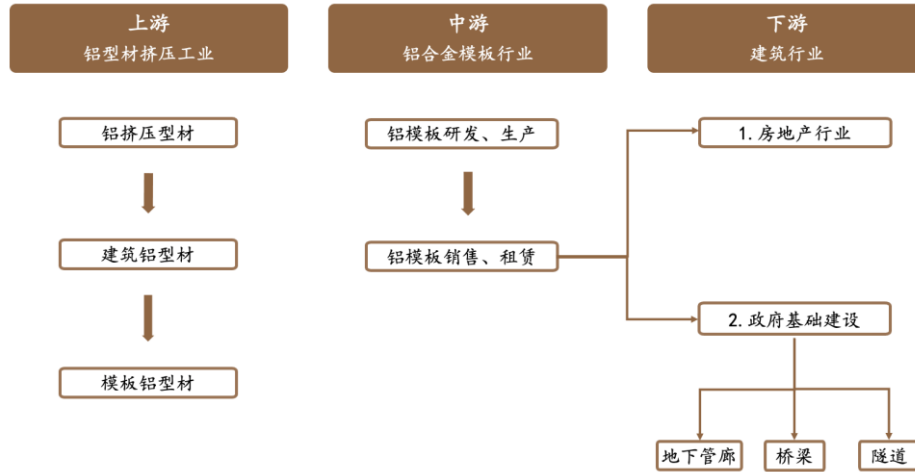
资料来源：公司招股说明书、公司 2021、2022 年年报、公司 2023 年三季度报，德邦研究所

## 2. 铝模板行业：发展空间可观，渗透率有望加速

### 2.1. 产业链：上游为铝型材，下游为建筑，铝模板具备多重优势

铝模板行业上游为铝型材挤压行业，下游为建筑行业。产业链上游为铝型材挤压工业，主要通过加工铝锭为铝模板行业提供原材料；中游为铝模板行业，主要从事铝模板加工生产，业务模式包含销售、租赁；下游建筑行业应用分为房地产施工以及政府基础建设，包含地下管廊、桥梁以及隧道。

图 17: 铝模板行业产业链情况



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

铝模系统多方面具有优势。铝模系统在施工质量、施工效率、安全性、节能环保、经济效益方面均有优势。与市场上其他模板对比，有着应用范围更广、更易达到混凝土表面质量、机械依赖度低、后续维护费用低、回收价值高的特点。

**图 18: 铝模板优势总结**

施工质量方面	施工效率方面	安全性	节能环保方面	经济效益方面
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 均布荷载和可承受混凝土侧压承载能力强;</li> <li>• 建筑物整体强度高、寿命强;</li> <li>• 精度高、误差小;</li> <li>• 观感和质量好。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 密度小、平均重量轻;</li> <li>• 安装和拆卸时间较短;</li> <li>• 省去预留孔洞工作, 提高安装效率;</li> <li>• 可以预制好门窗, 总体施工周期短;</li> <li>• 省去抹灰找平工序, 缩短工时。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 轻盈但承载力高, 稳定性好, 有效避免施工事故;</li> <li>• 现场垃圾较少, 施工环境安全、干净、整洁。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 除少量非标准件, 其余配件均可重复使用, 减少自然资源的占用;</li> <li>• 所有材料均为可循环使用材料;</li> <li>• 现场无需进行裁剪、切割, 不会产生相应废料。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 周转率高, 平均使用成本低;</li> <li>• 施工工艺简单, 人工费用低;</li> <li>• 施工效果较好, 降低或免除批荡成本;</li> <li>• 重复利用性较强, 均摊成本较低。</li> </ul>

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

**表 10: 各类模板性能特点比较**

项目	铝合金模板	木模板	全钢模板	组合钢模板
厚度 mm	3.5~4	15	5~6	2.3~2.5
模板重量 kg/m <sup>2</sup>	25	10.5	85	35
承载力(kg/m <sup>2</sup> )	75	30	65	30
总成销售价	1300	50	700	280
转用次数	200~300	8	600	100
摊销费(元 /m <sup>2</sup> )	≤4.2	>6.35	<1.14	<2.70
施工难度	易	易	易	较容易
维护费用	低	低	高	较低
施工效率	高	低	高	低
应用范围	全部结构件	住建墙柱梁板	墙柱体、桥梁	住建墙柱梁板
表面质量(混凝土)	易达到	工艺要求高	可以达到	不易达到
回收价值	30%, 残值高	无, 另付清理费	中	中
依赖吊装机械程度	不依赖	部分依赖	依赖	部分依赖

资料来源: 张翠云-《浅析铝合金建筑模板市场应用前景》, 德邦研究所

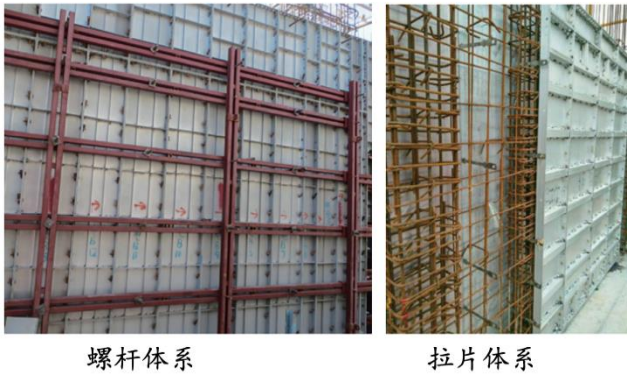
铝模板产品主要分为对拉螺杆体系和拉片体系。其中:

1) **对拉螺杆体系**: 采用对拉螺杆穿过模板面板, 用螺母压紧背楞的方法进行对拉加固的竖向模板体系;

2) **拉片体系**: 采用定长开孔的薄钢片穿过两片相邻边肋铣槽开孔模板的槽位, 用销钉销片锁紧边肋和拉片的方法进行对拉加固的竖向模板体系。

通过对比螺杆体系和拉片体系的适用性、质量、施工进度、使用灵活性以及成本, 我们发现螺杆体系整体优于拉片体系。目前铝模板市场中, 螺杆体系仍是主流, 2022 年螺杆体系应用约占市场的 78.3%, 较 2021 年上升 0.7%。

图 19: 螺杆、拉片体系现场安装图

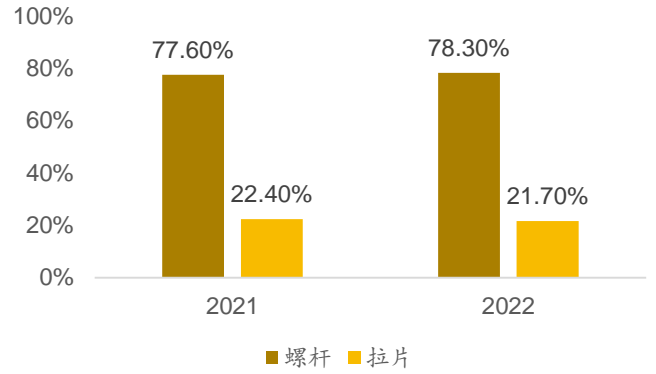


螺杆体系

拉片体系

资料来源: 范昌斌-《浅析对拉螺杆式与拉片式铝合金模板的对比》, 德邦研究所

图 20: 2021-2022 建筑铝合金模板产品类型占比



资料来源: 中国基建物资租赁承包协会, 德邦研究所

表 11: 对拉螺杆、拉片体系对比分析总结

	对拉螺杆体系	拉片体系
适用性分析	无墙体厚度限制。	墙体厚度 400mm 以下适用, 超过 400mm 以上的墙体 (包括 400mm), 在浇筑混凝土过程中易出现涨模情况。
质量分析	混凝土成品平整度、房间方正性都更优; 用喇叭头的对拉螺杆式在洞口封堵略显优势, 主要是喇叭头带有墙面内凹的锥形, 此形状有着较好的防渗效果, 需要封堵的孔洞数量相对较少, 封堵费用较低, 在人工成本上有着显著优势。	在垂直度、阴阳角、截面尺寸控制的实测更优; 用扁平直套管的拉片式加固体系, 需要封堵的孔洞数量较多, 不恰当的封堵容易造成外墙的渗漏, 后期难以维护。
进度分析	只要锁紧螺母便可实现加固作用, 同时增加并且固定背楞, 操作简单。	繁杂操作的拉片式加固体系则必须用销钉连接每块铝合金模板的拉片部位, 造成庞大的人工操作量; 若出现剪力墙或墙柱的钢筋阻碍拉片的现象时, 由于每块铝合金面板的拉片部位都是对应关系, 所以存在难以调整、工程量多, 拖延整个施工工期等问题。
模板灵活性分析	对拉螺杆式工艺变动性相对大, 可根据实际情况或变更要求直接在现场更改。	拉片式加固体系工艺经过拉片拉结进行加固, 板面的侧板需要进行铣槽, 但是铣槽部位是无法更改的, 造成后续施工或拼装困难, 即便更改后对拉的两块铝合金模板也很难进行对拉加固, 所以模板只能在工厂里重新制作后再运往施工现场, 增加了成本费用。
成本分析	材料成本、劳务成本相对较低。	材料成本、劳务成本相对较高。

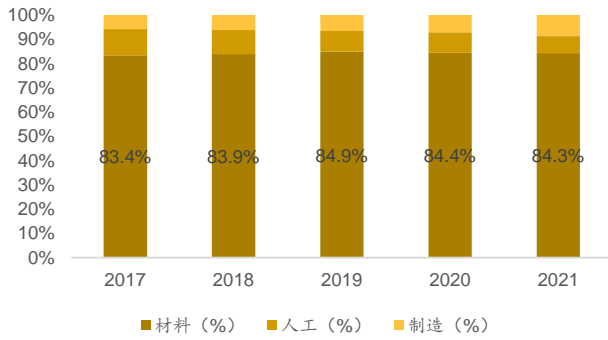
资料来源: 黄建维-《对拉螺杆式与拉片式加固体系应用对比分析》, 德邦研究所

## 2.2. 行业上游: 铝锭为大宗商品, 显著影响铝模板成本

铝锭价格为影响铝模板成本最大因素。铝模板营业成本主要包含材料成本、人工成本和制造成本, 参考志特新材铝模板销售业务的成本拆分, 材料成本平均占比超过 80%。铝模板的原材料为铝型材, 采购价格通常根据铝锭价格及加工费而决定。参考国内铝型材加工企业闽发铝业的成本结构, 2022 年铝锭材料成本占比 86.7%, 故铝锭价格为影响铝模板成本的最大因素。

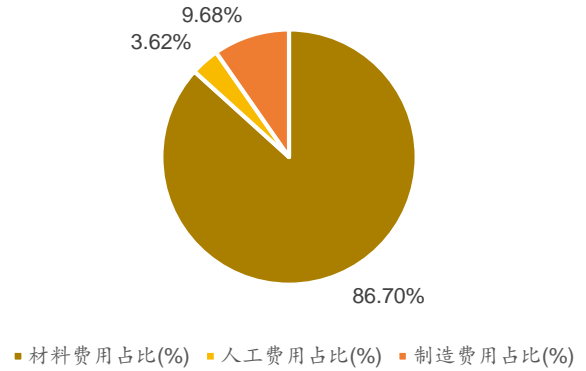
作为大宗商品, 铝锭价格受国内及国际市场双重影响。20Q1 受疫情影响导致需求紧缩, 铝锭原料电解铝的价格下跌, 从而影响铝锭价格走势, 最低跌至 1.14 万元/吨, 后续需求恢复, 价格回升; 21-22 年铝锭价格震荡上行, 单价最高可达 2.34 万元/吨, 22 年初由于俄乌战争影响, 使国内铝锭原料电解铝的供给量缩减, 导致价格回升, 接近 21 年最高点, 22 年下半年受全球通货膨胀影响叠加疫情反复, 铝价格承压下行从而导致铝锭价格下降; 23 年行情趋于稳定, 波动幅度收窄, 均价在 1.9 万元/吨上下浮动。根据卓创金属, 因供需关系改善, 24 年铝锭价格或呈小幅上涨趋势。

图 21: 2017-2021 年志特新材铝模板销售成本拆分情况



资料来源: 公司招股说明书、公司 2021 年年报, 德邦研究所

图 22: 2022 年闽发铝业铝型材成本结构



资料来源: 闽发铝业 2022 年年报, 德邦研究所

图 23: 2014-2023 年铝锭价格走势

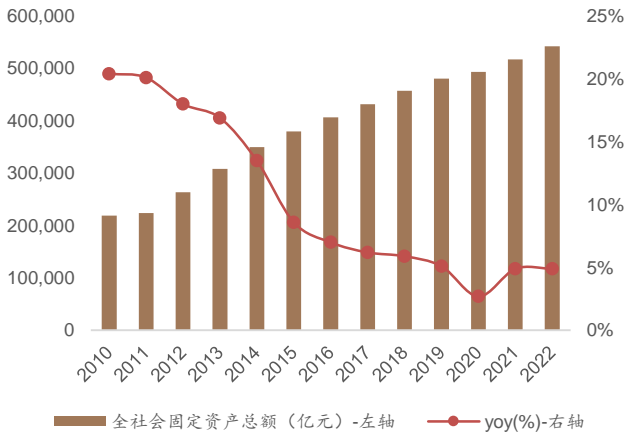


资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

### 2.3. 行业下游: 房地产+基建双重渗透, 政策推进驱动渗透率提升

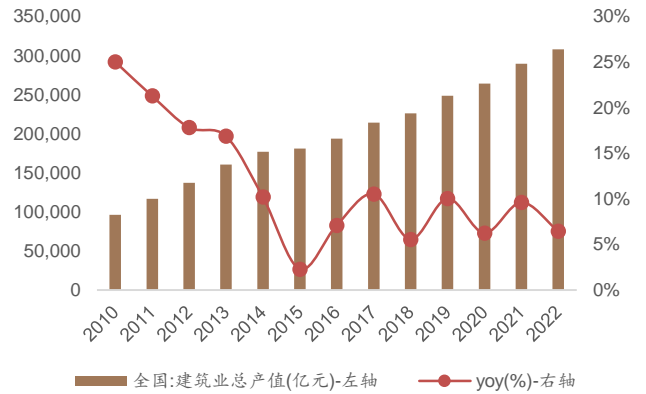
铝模板下游应用向房建和基础建设领域全面渗透。铝模板在建筑行业的应用从房地产开发扩展到地铁、隧道、桥梁和管廊等基建工程项目。建筑业市场需求受国家经济发展影响, 固定资产投资额情况基本决定了建筑业市场规模。2010-2022 年期间, 固定资产投资总额呈上升趋势, 自 2016 年以来, 增速逐渐平稳, 维持在 5% 左右; 建筑业总产值有类似趋势, 增速平缓稳定, 近 5 年来维持在 5%-10% 之间。

图 24: 2010-2022 全社会固定资产投资总额及增速情况



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

图 25: 2010-2022 建筑业总产值及增速情况

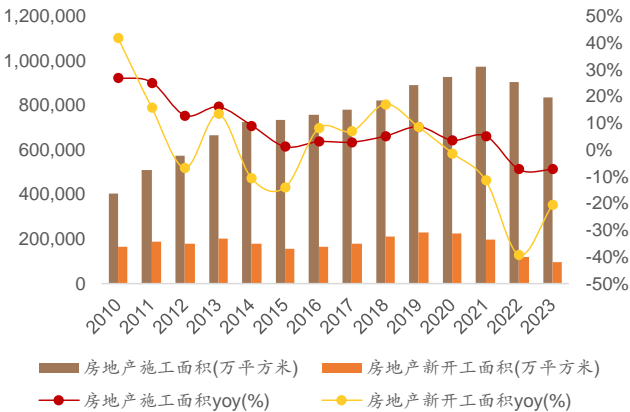


资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

### 2.3.1. 房地产行业面临转型, 城中村及保障房有望加速行业筑底

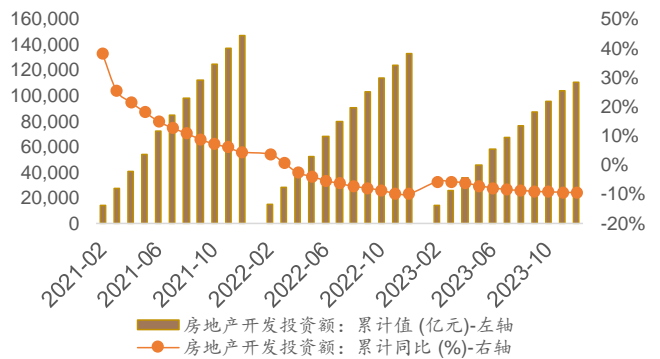
**城中村改造+保障房政策驱动下游开工端需求。**房地产开发为下游需求的重要来源之一, 但当前房地产行业面临深度调整期, 逐步从增量房向存量房时代过渡。从施工、新开工面积和投资端来看, 近年整体呈下降趋势, 2023 年房地产施工面积同比下降 7.20%, 新开工面积同比下降 20.40%, 房地产开发累计投资额为 11.09 万亿元, 同比下降 9.60%。我们认为, 当前三大工程中的城中村改造及保障房建设政策有望推动开工端需求企稳修复, 进而带动铝模板需求修复。

图 26: 2010-2023 年房地产施工/新开工面积趋势



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

图 27: 2021-2023 年房地产开发投资额趋势



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

**城中村改造接力棚改旧改, 或驱动铝模板需求增量。**2023 年 4 月, 中央政治局会议首提积极稳步推进城中村改造, 改造范围为超大特大城市。按照城区常住人口划分, 全国目前有 7 个超大城市和 14 个特大城市。目前改造项目逐渐投入运行, 截止 23 年 10 月, 住建部披露目前已入库城中村改造项目共计 162 个; 截至 23 年 11 月, 全国新开工改造城镇老旧小区 5.32 万个。根据德邦建材团队 2023 年 11 月 21 日发布的《城中村改造蓄势待发, 万亿规模助力地产链深蹲起跳》报告中对城中村建面的测算, 城中村建面约为 8.99 亿平, 若后续改造范围扩大, 建面将有望突破 10 亿平。我们认为, 城中村改造项目可刺激建材行业需求, 复建施工部分或为铝模板需求带来一定增量。

**表 12：2023 年 4 月以来中央各部委关于城中村改造的相关表述**

时间	部委/会议	政策内容
2023/4/28	中共中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。 <b>在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。</b>
2023/6/8	第十四届陆家嘴论坛	国家金融监督管理总局党委书记李云泽在第十四届陆家嘴论坛上表示，切实提升服务实体经济有效性。 <b>强化对投资的融资保障，支持超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施等重大项目建设。</b>
2023/7/21	国务院常务会议	审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》
2023/7/24	中共中央政治局会议	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。 <b>要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。</b>
2023/7/28	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰指出，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造是以习近平同志为核心的党中央站在中国式现代化战略全局高度作出的具有重大而深远意义的工作部署。相关部门要抓紧完善政策体系，相关城市政府要切实履行主体责任，加强领导力量，健全工作机制，推动城中村改造工作取得实效。
2023/8/3	国家开发银行 2023 年中党建和经营工作座谈会	会议提出加大投融资支持力度，积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
2023/9/5	自然资源部	自然资源部印发《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》，为贯彻党中央、国务院关于实施全面节约战略等决策部署，落实在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的有关要求，聚焦盘活利用存量土地，提高土地利用效率，促进城乡高质量发展， <b>决定在北京市等 43 个城市开展低效用地再开发试点，未纳入本通知试点范围的超大特大城市、以及具备条件的城区常住人口 300 万以上的大城市，实施城中村改造项目可参照本通知明确的试点政策执行。</b>
2023/9/27	中国人民银行货币政策委员会召开 2023 年第三季度例会	<b>加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度</b> ，推动建立房地产业发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。
2023/10/12	住建部	超大特大城市正积极稳步推进城中村改造， <b>住房城乡建设部城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目 162 个。</b>

资料来源：中国政府网、国家开发银行、中国房地产报等，德邦研究所

**保障性住房建设进度提速或驱动开工端企稳。**2023 年国务院通过了一项关于规划建设保障性住房的指导意见文件《关于规划建设保障性住房的指导意见》，**明确两大目标：1) 加大保障性住房供给和建设，2) 推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求。**我们认为，**保障性住房新建部分以及配套基础设施项目落地可驱动铝模板需求增长**，中央及地方政府有望提供资金支持以及贷款发放从而提供充足的项目资金，可提升项目执行力。

**表 13：《关于规划建设保障性住房的指导意见》政策要点总结**

<b>保障对象</b>	重点针对住房有困难且收入不高的工薪收入群体，以及城市需要的引进人才等群体。以家庭为单位，保障对象只能购买一套保障性住房。已享受过房改房等政策性住房的家庭申请保障性住房，需按规定腾退原政策性住房。
<b>面积标准</b>	按照保基本的原则，合理确定城镇户籍家庭、机关事业单位人员、企业引进人才等不同群体的保障面积标准。
<b>配售规则</b>	配售价格按基本覆盖划拨土地成本和建安成本、加适度合理利润的原则测算确定。
<b>运营管理</b>	对保障性住房实施严格的封闭管理。禁止以任何方式违法违规将保障性住房变更为商品住房流入市场。工薪收入群体购买的保障性住房不得长期闲置。如长期闲置、确需转让、因辞职等原因离开机关事业单位或企业的由城市人民政府按规定予以回购。封闭管理的具体办法由城市人民政府制定。
<b>试点范围</b>	以需定建。 <b>支持城区常住人口 300 万以上的大城市率先探索实践</b> ，具备条件的城市要加快推进，暂不具备条件的要做好政策和项目储备。 <b>新建：保障性住房以划拨方式供应土地，仅支付相应土地成本。</b>
<b>筹建方式</b>	<b>存量盘活：</b> 要充分利用依法收回的已批未建土地、房地产企业破产处置商品住房和土地、闲置住房等建设筹集保障房。在符合规划、满足安全要求、尊重群众意愿的前提下，支持利用闲置低效工业、商业、办公等非住宅用地建设保障性住房，变更土地用途，不补缴土地价款。商品住房库存大的城市，可改建或收购存量商品住房用作保障性住房，盘活闲置土地和房屋，避免重复建设造成浪费。
<b>配套设施建设</b>	<b>城市人民政府应按现有资金筹措渠道负责建设与保障性住房项目直接相关的城市道路和公共交通、通信、供电、供水、供气、供热、污水与垃圾处理等市政基础设施，以及教育、医疗卫生、商业、养老、托幼、文化体育等公共服务设施，确保与保障性住房同步规划、同步建设、同步交付，把好质量关，相关建设投入不得摊入保障性住房配售价格。</b>
<b>资金支持</b>	对符合条件的保障性住房项目， <b>中央通过现有资金安排渠道适当给予补助。</b> 将符合条件的保障性住房项目， <b>纳入地方政府专项债券支持范围。</b> <b>试点利用住房公积金发放保障性住房开发贷款。</b>
<b>政策衔接</b>	协调好保障性住房与商品住房、保障性租赁住房等的关系

资料来源：中指研究院，德邦研究所

### 2.3.2. 万亿国债落地或驱动基建提速

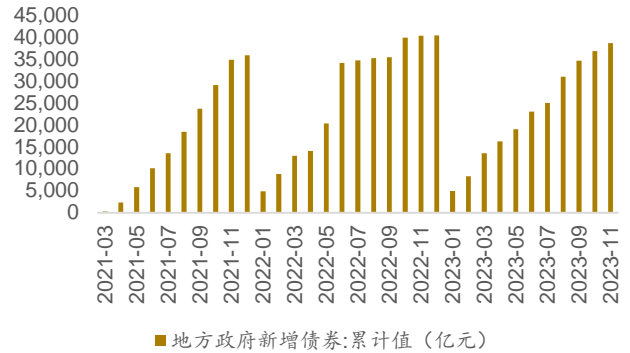
近年基建增速收窄，国家专项债加速发行有望驱动基建规模增长。2023年1-11月全国基础建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)仍保持正增长，同比增长5.8%，但增速幅度收窄，较22年同期下降3.1%。2023年1-11月，地方政府新增专项债券累计发行38,634亿元，同比下降约4.1%，当月新增值为1852亿元。2023年7月，中央政治局会议指出加快地方政府专项债券发行和使用，基建规模增长速度有望加快。

图 28: 基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)累计同比



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

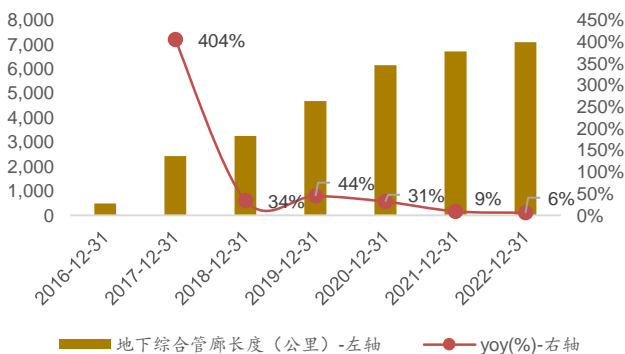
图 29: 地方政府新增专项债券累计值



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

十四五规划明确新旧城区地下综合管廊齐建设，带来铝模板需求端积极信号。地下综合管廊是指在城市地下用于集中敷设电力、通信、广播电视、给水、排水、热力、燃气等市政管线的公共隧道，可科学管理市政管线，利于方便市政管线的维护和检修，还能有效利用道路下的空间。自 2013 年首次提出该概念后，国家对地下管廊建设政策持续推出，证明其在基建规划中的重要地位。2016-2022 年，地下管廊综合长度增速趋于放缓，但仍呈正增长趋势。截止 2022 年，地下综合管廊建设总长度约 7094 公里。目前国内地下综合管廊仍处于发展初期，《“十四五”全国城市基础设施建设规划》要求对新老城区共同推进综合管廊建设。我们认为，由于铝模板性能突出，且国家政策建设地下管廊政策持续，可驱动铝模板应用于地下管廊的需求增量。

图 30: 2016-2022 全国地下综合管廊总长度



资料来源: 同花顺 ifind, 德邦研究所

图 31: 志特新材管廊铝合金模板系统图示



管廊铝合金模板系统

用于坡度小、拐弯少及各路段管廊长的底地下综合管廊

资料来源: 公司官网, 德邦研究所



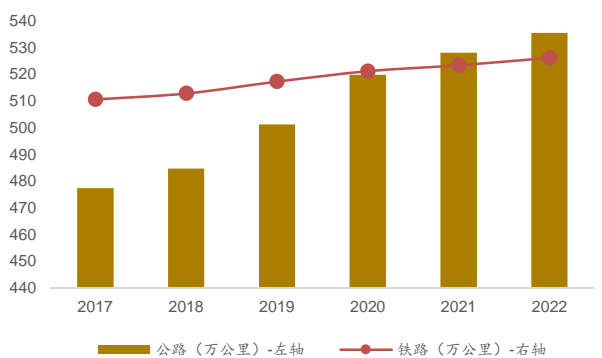
表 14: 地下管廊政策总结

时间	发布机关	名称	内容
2013 年	国务院	《关于加强城市基础设施建设的意见》	开展城市地下综合管廊试点，用 3 年左右时间，在全国 36 个大中城市全面启动地下综合管廊试点工程；中小城市因地制宜建设一批综合管廊项目。
2014 年	国务院	《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》	目标任务： <b>2015 年底前，完成城市地下管线普查，建立综合管理信息系统，编制完成地下管线综合规划。力争用 5 年时间，完成城市地下老旧管网改造，将管网漏失率控制在国家标准以内，显著降低管网事故率，避免重大事故发生。用 10 年左右时间，建成较为完善的城市地下管线体系，使地下管线建设管理水平能够适应经济社会发展需要，应急防灾能力大幅提升。</b>
2015 年	国务院	《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》	<b>到 2020 年，建成一批具有国际先进水平的地下综合管廊并投入运营</b> ，反复开挖地面的“马路拉链”问题明显改善，管线安全水平和防灾抗灾能力明显提升，逐步消除主要街道蜘蛛网状架空线，城市地面景观明显好转。
2015 年	住建部	《城市综合管廊工程技术规范》	批准《城市综合管廊工程技术规范》为国家标准，自 2015 年 6 月 1 日起实施。
2015 年	发改委、住建部	《关于城市地下综合管廊实行有偿使用制度的指导意见》	城市地下综合管廊各入廊管线单位应向管廊建设运营单位支付管廊有偿使用费用。城市地下综合管廊有偿使用费标准原则上应由管廊建设运营单位与入廊管线单位共同协商确定，并由供需双方按照市场化原则签订协议，明确付费方式、计费周期、费用标准定期调整机制等事项。
2016 年	住建部	《城市综合管廊国家建筑标准设计体系》	<b>初步构建了“城市综合管廊国家建筑标准设计体系”</b>
2017 年	住建部、发改委	《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》	结合道路建设与改造、新区建设、旧城更新、河道治理、轨道交通、地下空间开发等 <b>建设干线、支线地下综合管廊 8000 公里以上。</b>
2020 年	住建部	《关于加强城市地下市政基础设施建设的指导意见》	到 <b>2023 年底前</b> ，基本完成设施普查，摸清底数，掌握存在的隐患风险点并限期消除，地级及以上城市建立和完善综合管理信息平台。到 <b>2025 年底前</b> ，基本实现综合管理信息平台全覆盖，城市地下市政基础设施建设协调机制更加健全，城市地下市政基础设施建设效率明显提高，安全隐患及事故明显减少，城市安全韧性显著提升。
2022 年	住建部、发改委	《“十四五”全国城市基础设施建设规划》	在城市老旧管网改造等工作中协同推进综合管廊建设；在城市新区根据功能需求积极发展干、支线管廊，合理布局管廊系统，加强市政基础设施体系化建设。
2023 年	住建部	《城市地下综合管廊建设规划技术导则》	对原《城市地下综合管廊建设规划技术导则》进行修订

资料来源：中国政府网、国务院、住建部官网，德邦研究所

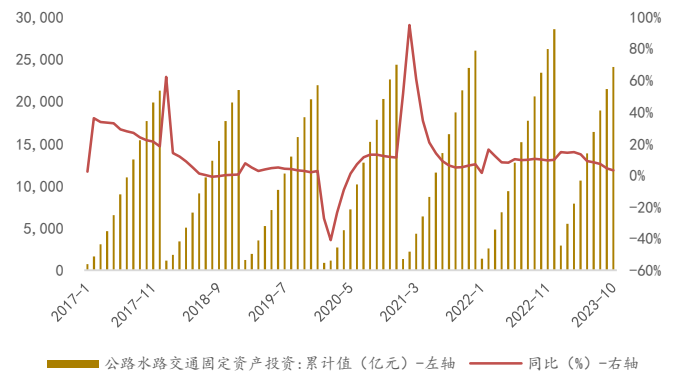
**交通建设大力发展，带动铝模板在桥梁、隧道建设中需求。**由于我国地形多样、地域宽广，公路、铁路建设过程中常出现隧道、桥梁建设，从而催生出大量铝模板需求。截至 2022 年，我国公路里程为 535.5 万公里，铁路营运里程约为 15.5 万公里，自 2021 年下半年以来，公路水路交通固定资产投资月度累计值同比增长幅度范围约在 1%-15% 浮动，2023 年第一季度投资额度同比增长约 14%。截至 23 年 11 月，公路水路交通固定资产投资累计 26487.08 亿元，同比增长 1.22%。与欧美、日本等国家对比，目前我国公路密度不高，有可观的提升空间，另外国家在“十四五”规划中，持续推出公路交通行业发展规划、纲要等，代表发展公路、铁路交通在国家规划的重要地位。公共交通固定资产投资有较大的发展潜力，带动桥梁、隧道建设项目增加，可驱动铝模板业务规模的成长。

图 32: 2017-2022 公路、铁路里程情况



资料来源：交通运输部《2022 年交通运输行业发展统计公报》，德邦研究所

图 33: 2017-2023.10 公路水路交通固定资产投资额



资料来源：同花顺 ifind，德邦研究所

**表 15：“十四五”公共交通政策总结**

发布日期	发布机关	名称	关键内容
2022 年 4 月 26 日	交通运输部	《“十四五”公路养护管理发展纲要》	注重建设可靠耐久的公路基础设施供给体系；必须更加坚持保通保畅，注重发挥公路畅通国内大循环、促进国内国际双循环的纽带作用，不断提高公路通行效率；必须更加坚持转型升级，注重科技创新与公路交通发展深度融合，全面提高公路养护管理效能。
2022 年 1 月 18 日	国务院	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	设施网络更加完善。国家综合立体交通网主骨架能力利用率显著提高。以“八纵八横”高速铁路主通道为主骨架，以高速铁路区域连接线衔接，以部分兼顾干线功能的城际铁路为补充， <b>主要采用 250 公里及以上时速标准的高速铁路网对 50 万人口以上城市覆盖率达到 95% 以上，普通铁路瓶颈路段基本消除。7 条首都放射线、11 条北南纵线、18 条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成的国家高速公路网的主线基本贯通</b> ，普通公路质量进一步提高。
2021 年 3 月 3 日	国家发改委	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	<b>完善综合运输大通道</b> ，加强出疆入藏、中西部地区、沿江沿海沿边战略骨干通道建设； <b>构建快速网</b> ，提升国家高速公路网络质量， <b>完善干线网</b> ，加快普通铁路建设和既有铁路电气化改造， <b>优化铁路客货布局</b> ；加强邮政设施建设，实施快递“进村进厂出海”工程。

资料来源：中研网、新华社、交通运输部、国务院、国家发改委，德邦研究所

**特别国债目前已增发超 8000 亿元，基建项目落地效率可观。**2023 年 10 月，国务院宣布增发 1 万亿特别国债，主要用于灾后重建以及提升防灾减灾救灾能力。在资金安排使用方面，本次国债由中央承担还本付息，全部通过转移支付方式安排给地方使用，对地方政府吸引力大，可提高项目储备积极性；并且适当提高相关领域中央财政补助标准或补助比例，体现对地方支持力度加大，确保项目能够顺利实施。2023 年 12 月中旬，国家发改委披露增发国债第一批项目清单，涉及近 2900 个项目，拟安排国债资金 2379 亿；12 月 23 日下达增发国债第二批项目清单，共涉及增发国债项目 9600 多个，拟安排国债资金超 5600 亿元。截至目前，增发国债金额超 8000 亿元，1 万亿元增发国债已大部分落实到具体项目，后续约 2000 亿的资金额度待下达。我们认为，国债落地的速度及项目数量保障了后续实物工作量的形成，基建投资增速有望回升，且待增发额度仍维持了后续对基建投资的积极影响。

**表 16：2023 年四季度特别国债主要投向总结**

序号	主要内容
1	用于灾后恢复重建，支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建和提升防灾减灾能力，促进灾区基本生产生活条件和经济发展恢复到灾前的水平。
2	用于以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程。支持大江大河大湖干流防洪治理、南水北调防洪影响处理、大中型水库建设以及蓄滞洪区围堤建设，加快完善防洪工程体系。
3	用于自然灾害应急能力提升工程。支持实施预警指挥工程、救援能力工程、巨灾防范工程和基层防灾工程，加强各级应急指挥部体系，提升防灾避险能力。
4	用于其他重点防洪工程。支持主要支流、中小河流、山洪沟治理和重点区域排涝能力建设， <b>水文基础设施</b> ， <b>小型水库工程</b> ，病险水库除险加固及安全监测，海堤治理，整体提升水旱灾害的防御能力。
5	用于 <b>灌区建设改造和重点水土流失治理工程</b> 。支持灌区建设改造修复、东北黑土区侵蚀沟治理、丹江口水库水土流失治理，提高灌溉供水、排水保障能力和防灾减灾能力。
6	用于城市排水防涝能力提升行动。 <b>支持构建城市排水防涝工程体系</b> ，推动系统解决城市内涝问题。
7	用于重点自然灾害综合防治体系建设工程。支持开展 <b>地质灾害综合防治体系建设、海洋灾害综合防治体系建设、森林防火应急道路建设、气象基础设施建设</b> ，推动灾害防治从减少灾害损失向减轻灾害风险转变。
8	用于东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。优先支持东北地区和京津冀受灾地区开展高标准农田建设。

资料来源：财政部，德邦研究所

### 2.3.3. 国家重点发展绿色建筑施工，间接驱动铝模板渗透率提升

**绿色建筑施工推动利好铝模板发展。**“十三五”期间，国家各部委和地方省市颁布了政策，如住建部、工信部等颁布的装配式建筑、建筑垃圾减量化、节能减排、绿色建材、建筑业 10 项新技术，有色金属规划等 10 多项政策。“十四五”规划中继续推动绿色发展、碳达峰、碳中和的目标设定与落实；由于铝模板可重复利用的特点及施工环保优势符合国家倡导的绿色建筑趋势，我们认为，国家对绿色建筑的重点发展，将间接推动铝模板在建筑市场中更广泛的应用。

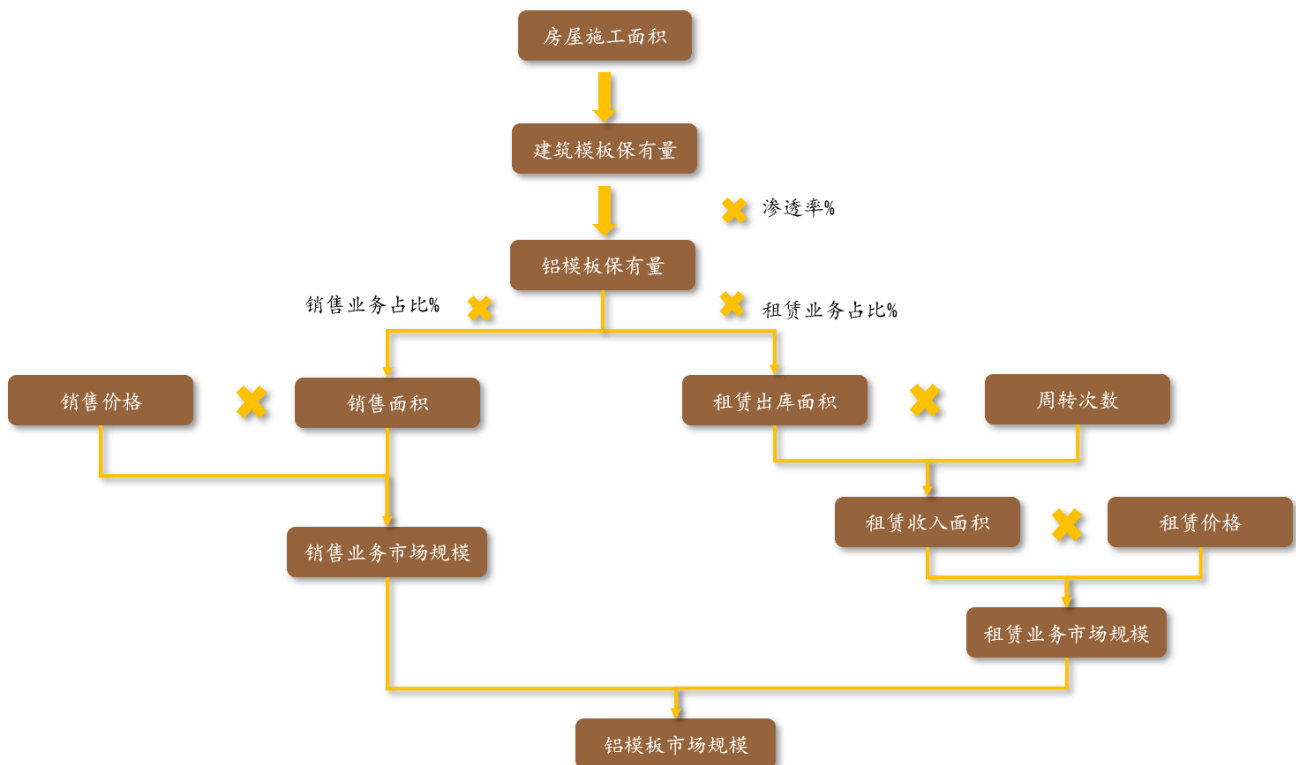
表 17: 近期利好铝模板行业政策总结

时间	名称	发布单位	主要内容及影响
2022年3月	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	住建部	到 2025 年城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准，并要求加强高品质绿色建筑建设，完善绿色建筑运行管理制度，继续开展绿色建筑创建行动，实施星级绿色建筑推广计划。
2021年3月	《住建部关于印发绿色建筑技术导则(试行的)的通知》	住建部	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；应加强绿色施工新技术、新材料、新工艺、新设备应用，优先采用“建筑业 10 项新技术(含爬升式脚手架)”。
2021年3月	《浙江省建筑施工质量安全标准化三年行动实施方案》	浙江省建设厅	推广起重机械设备一体化、工具式模板支撑系统、标准化防护措施、“铝模板和爬架”技术等新技术、新工艺应用。
2020年11月	《湖南省建筑垃圾源头减量实施方案》	湖南省住建厅	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年6月	《河北省施工现场建筑垃圾减量实施手册(试行)》	河北省住建厅	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年5月	《关于推进建筑垃圾量化的指导意见》(建质〔2020〕46号)	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。
2020年4月	《住建部关于推进建筑垃圾量化的指导意见》	住建部	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。
2020年4月	《建筑工程铝合金模板技术应用规程》	深圳住建局	为在工程建设中贯彻执行国家和地方技术经济政策，加强和规范组合铝合金模板的技术应用，保证产品制作、使用质量和施工安全，做到技术先进、工艺合理、节约资源、保护环境。

资料来源：公司可转债募集说明书、各省住建厅、住建部，德邦研究所

我们预测，到 2025 年，铝模板在房地产应用的市场规模可达 495 亿元。由于铝模板在各类基建应用中的数据并不清晰，我们只测算铝模板在房地产应用的市场规模。通过分别测算铝模销售、租赁业务的市场规模，得出铝模板在整个房地产应用规模。

图 34: 铝模板市场空间测算逻辑



资料来源：德邦研究所测算

## 核心假设主要包含三部分：基础参数、销售业务参数和租赁业务参数

### 1) 基础参数

- **房屋施工面积**：施工面积决定建筑模板使用量。根据志特新材招股书披露，各项目使用铝模板面积以年为单位累计，故选取每年房屋施工面积较为合理。截止 2023 年 11 月，房屋施工面积同比增速为-7%，故假设本年度房屋施工面积增速也为-7%；假设城中村改造及保障房政策将对开工端产生积极影响，从而影响房屋施工面积下降速度放缓，假设每年下降速度约 5%。

- **铝模板渗透率**：根据住建部发布的《建筑设计防火规范》中披露，住宅建筑高度大于 27m 为高层建筑，且我国房地产以高层住宅为主，所以模板脚手架协会披露的铝模板在高层住宅的渗透率可以很好的反映铝模板在建筑市场的渗透率。2020-2023 年 9 月铝模板渗透率分别为 20%/25%/30%/35%，由于铝模板性能优势和政策支持，并参考对标发达国家目前铝模板渗透率约 90%，我们假设渗透率每年提升 5%，2025 年渗透率达 45%后仍有较大提升空间。

- **建筑模板保有量**：2020-2022 年数据通过铝模板保有量除以铝模板渗透率得出，根据基建物资租赁承包协会披露，2022 年铝模板保有量为 7600 万平方米，模板脚手架协会披露铝模板渗透率为 30%，得出建筑模板保有量为 2.53 亿平方米，算出建筑模板保有量占施工面积约 3%，假设未来占比保持不变，可算出 2023-2025 年整个建筑市场模板的保有量。

### 2) 销售业务参数

- **销售价格**：2020-2022 年价格根据中国模板脚手架协会报告中披露的价格区间加权平均后得出；2022 年销售价格 900 元/m<sup>2</sup>以下占比 5%，900-1000 元/m<sup>2</sup>占比 30%，1000-1100 元/m<sup>2</sup>占比 40%，1100 元以上/m<sup>2</sup>占比 25%，加权得出销售价格约 1025 元/平方米。2023 年价格参考模板脚手架协会 23 年 1-9 月报告中披露的区间加权平均后得出，假设下游需求受政策积极影响较之前有所恢复，保守估计 2024-2025 年价格维持不变。

- **销售面积**：根据 2022 年数据所计算出的销售/租赁面积占比得出，由于客户选择租赁模式收益更多，假设未来租赁业务仍为主流，销售面积占比较小，维持 9%。

### 3) 租赁业务参数

- **租赁收入面积**：参考行业龙头志特新材租赁业务模式，租赁业务收入受其合同层数影响。租赁收入面积=租赁出库面积\*周转次数；其中：租赁出库面积：为铝模板租赁出库的单层面积，由当年铝模板保有量减去销售面积得出；周转次数：为建筑施工中铝模板的周转层数，根据志特新材招股书，公司近年铝模板平均周转次数约 25 次，考虑到公司为行业龙头，假设行业平均周转次数约为 20 次，且未来各企业模板管理能力有所提升，周转次数每年增长 1 次。假设未来租赁业务仍保持高占比。

- **单次租赁价格**：2020-2022 年价格通过租赁市场规模/租赁收入面积得出；2023-2025 年假设受政策积极影响，下游需求有所恢复，价格小幅下降但趋于稳定，单次价格在 19 元/平方米。

根据以上假设，我们估计 2023-2025 年铝模板在房地产应用的市场规模分别为 394.5/444.8/493.1 亿元，增速为 13.9%/12.8%/10.8%。2021-2025 年，CAGR 为 6.52%。

表 18: 中国铝模板需求量及市场规模预测

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
A	房屋施工面积	亿平方米	92.7	97.5	90.5	83.8	79.6
	yoy			5.2%	-7.2%	-7.4%	-5.0%
B=A*C	建筑模板保有量	亿平方米	3.10	3.18	2.53	2.52	2.39
C	建筑模板保有量占房屋施工面积比例	%	3%	3%	3%	3%	3%
D=B*E	铝模板保有量	万平方米	6,200.0	7,950.0	7,600.0	8,802.8	9,557.4
E	铝模板渗透率	%	20%	25%	30%	35%	45%
F=G*I	销售市场规模	亿元	237.0	63.0	69.2	74.9	81.3
G=D*H	销售模式面积	万平方米	2,696.2	615.8	675.1	792.3	860.2
H	销售模式面积占比	%	43%	8%	9%	9%	9%
I	销售价格	元/平方米	879.0	1,023.0	1,025.0	945.0	945.0
J=N*O	租赁市场规模	亿元	127.0	320.0	277.0	319.6	363.5
K=D*L	租赁出库面积	万平方米	3,503.8	7,334.2	6,924.9	8,010.6	8,697.2
L	租赁模式面积占比	%	57%	92%	91%	91%	91%
M	租赁周转次数	次	20.0	20.0	20.0	21.0	22.0
N=K*M	租赁收入面积	万平方米	70,075.09	146,683.28	138,497.56	168,222.02	191,338.24
O	单次租赁价格	元/平方米	18.1	21.8	20.0	19.0	19.0
P=F+J	铝模板整体市场规模	亿元	364.0	383.0	346.2	394.5	444.8
	yoy	%		5.2%	-9.6%	13.9%	12.8%

资料来源: 国务院、中国基建物资租赁承包协会、中国模板脚手架协会、华经情报网、同花顺 ifind、公司公告、中国有色金属报等, 德邦研究所测算  
注: 绿色为公开披露数据, 黄色为计算得出数据, 红色字为主要预测参数

## 2.4. 行业进入深度整合期, 数字化发展为未来趋势

### 2.4.1. 现状: 受下游建筑行业影响, 行业规模扩张暂缓

受下游房地产及疫情因素, 铝模板行业发展速度减缓。受益于政策推广及铝模板性能优势, 铝模板在建筑市场中应用逐渐增多, 铝模板产量在 2014-2019 年间飞速提升; 由于近年来租赁业务逐渐成为主流, 2021-2022 年保有量增长放缓; 截至 2023 年上半年, 铝模板保有量为 6560 万平方米, 同比下降约 6%。2021 年下半年以来受房地产政策调控、限电限产、疫情反复及原材料价格波动的原因, 铝模板市场发展受限, 市场收入开始有所回落。

图 35: 2014-2023H1 国内铝模板产量/保有量及增速

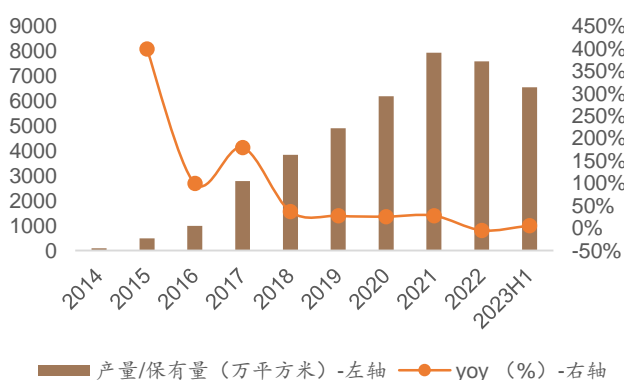
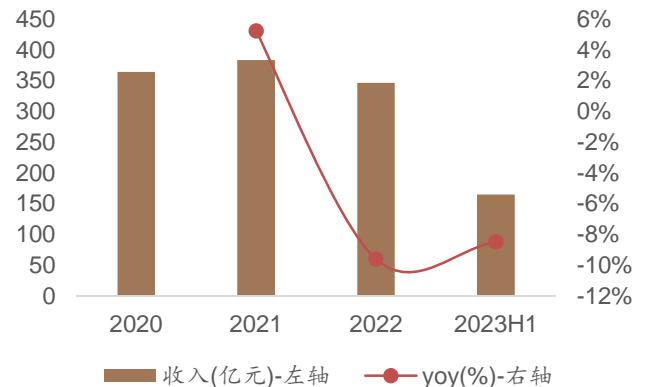


图 36: 2020-2023H1 国内铝模板市场规模



资料来源: 中国基建物资租赁承包协会、中国模板脚手架协会、智研咨询、中国有色金属报等, 德邦研究所; 注: 2014-2019 为铝模板总产量, 2020-2023H1 为铝模板保有量 (含非标模板)

资料来源: 中国基建物资租赁承包协会, 德邦研究所

**租赁业务为主流，行业内价格战蔓延。**铝模板企业业务类型主要包括：租赁、生产+租赁、生产+销售、租赁+劳务施工、生产+租赁+劳务施工，从近年来企业经营模式来看，涉及生产+租赁业务的企业占比最大，2022年已超过50%，覆盖租赁业务的企业占比为96.5%。根据中国基建物资租赁承包协会披露，2022年销售、租赁的降价幅度同比提升，一半的租赁产品降价超过10%，约三分之一的销售产品降价超过10%，主要由于下游需求紧缩，企业选择降价来保证其市场份额，导致行业内价格战蔓延。

图 37：2022 年铝模板企业经营模式占比

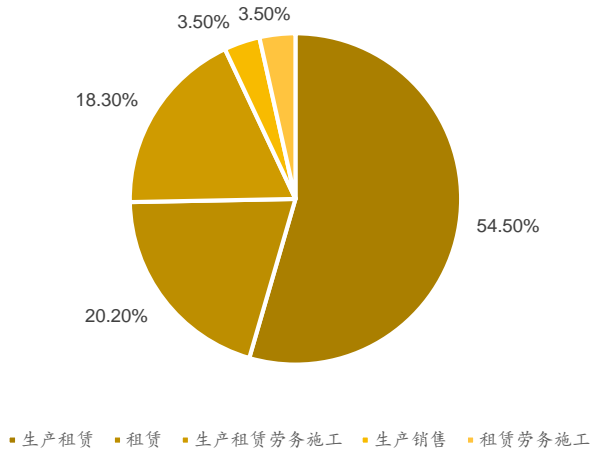
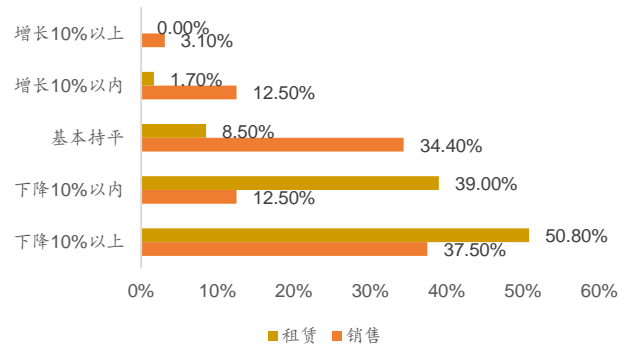


图 38：2022 年铝模板销售、租赁价格同比变化情况



资料来源：中国基建物资租赁承包协会、《2022 年度中国建筑铝合金模板行业发展报告》，德邦研究所

资料来源：中国基建物资租赁承包协会、《2022 年度中国建筑铝合金模板行业发展报告》，德邦研究所

#### 2.4.2. 竞争格局：行业竞争格局分散，企业出清态势尽显

**铝模板行业竞争格局分散，企业持续出清。**随着国内铝模板应用逐渐增多，行业内企业数量众多，市场化程度较高。按营业收入口径，2020年龙头企业市占率总计约30%，行业内剩余企业各自所占的市场份额较小，竞争格局分散。中小企业由于摊销成本较高、资金链承压严重、模板在停滞项目难以周转等多种原因，目前持续出清。根据中国模板脚手架协会，2021-2023年9月，行业内企业数量逐年下降，共360余家退出。根据基建物资租赁承包协会初步预估，2023年上半年，模板量在15万平方米以内的小型型企业约有60%退出行业，模板量在15-50万平方米的中型企业约有30%退出。我们认为，中小型企业的离场将为部分领军企业提供增加市场份额、提高行业地位的机会，行业竞争格局逐渐趋于集中。

图 39：2020 年铝模板行业主要企业市占率

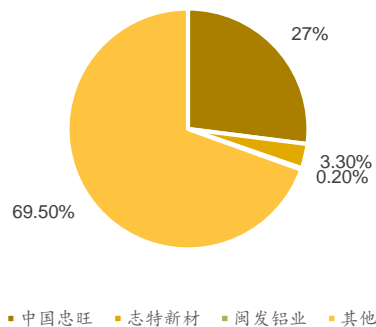
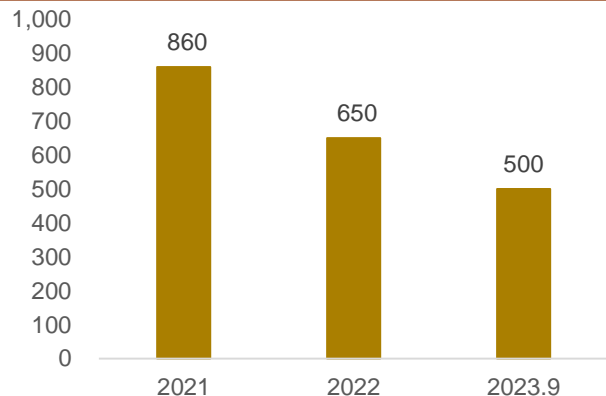


图 40：2021 年-2023 年 9 月铝模板企业数量 (家)



资料来源：华经情报网，德邦研究所；注：市占率按营业收入口径测算

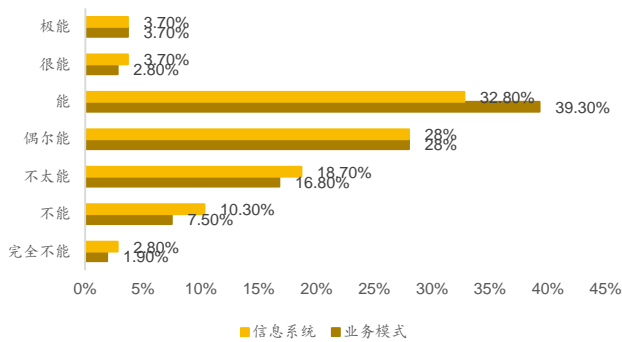
资料来源：中国模板脚手架协会，德邦研究所

### 2.4.3. 行业发展方向：数字化注入行业发展新动力，东南亚市场前景广阔

目前整个基建物资租赁承包行业数字化水平较低。根据中国基建物资租赁协会调查问卷统计，目前整个基建物资租赁承包行业中业务模式及信息系统可满足数字化需求的企业占比分别为 45.8%和 40.2%，约一半以上的企业还未涉及数字化商业模式，且在数字化转型投入较少，76.6%的企业年均投入低于 200 万。

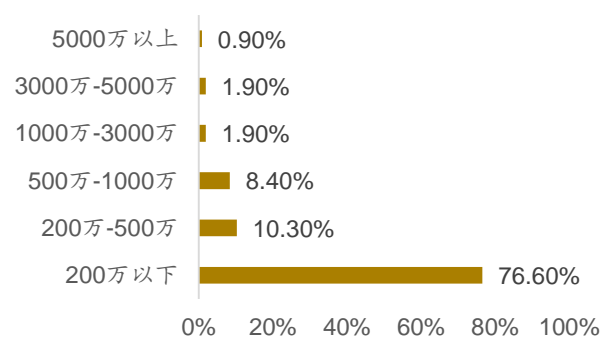
数字化发展对铝模板企业更为重要。作为基建物资租赁承包行业中的细分行业，铝模板行业更需提高自身数字化能力：1) 铝模板行业本身技术壁垒不高，降本增效为企业立足之本，数字化发展可实现在设计、生产等多个环节提高制造精度，降低人力成本；2) 铝模板行业以租赁为主，新、旧板同时使用更考验企业精细化服务能力，数字化依托大数据可提高企业运营能力，做到市场掌控化、服务精湛化，从而助力企业提高客户粘性，提升市场地位。

图 41：基建物资租赁承包行业企业数字化需求满足情况



资料来源：《中国基建物资租赁承包行业企业数字化转型调查报告》（2023 年），德邦研究所

图 42：基建物资租赁承包企业近三年数字化转型年均投入



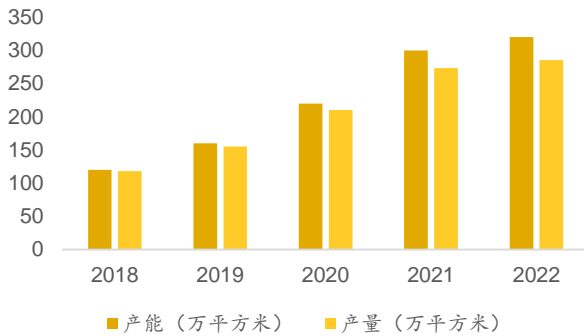
资料来源：《中国基建物资租赁承包行业企业数字化转型调查报告》（2023 年），德邦研究所

### 3. 多重核心竞争力铸造细分行业龙头

#### 3.1. 积极布局产能建设，为规模扩张奠定基础

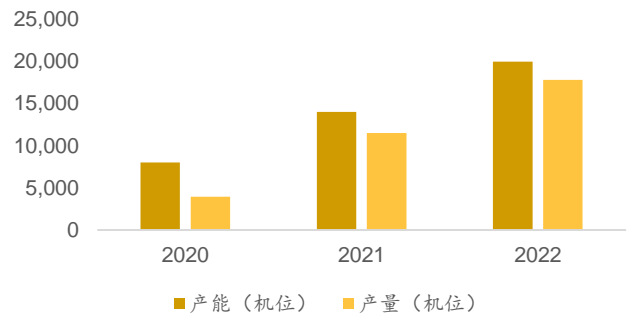
**各业务产能逐年上升。**受益于公司对各生产基地的积极布局，公司三大业务产能逐步扩张，其中，铝模板产能自 2018 年的 120 万平方米上升至 2022 年的 320 万平方米；防护平台产能自 2020 年的 8000 机位上升至 20000 机位；装配式预制件产能增速最为明显，2021-2022 年产能从 26000 立方米上升至 100000 立方米，增速约为 285%。产能利用率方面，防护平台和装配式 PC 构件作为后续开拓的新业务，产能利用率平均值分别为 73.5%和 78.7%，相较主导业务铝模板较低，但整体趋势向好，体现公司新开拓业务在生产效率方面逐渐成熟。

图 43：2018-2022 铝模板产能、产量情况



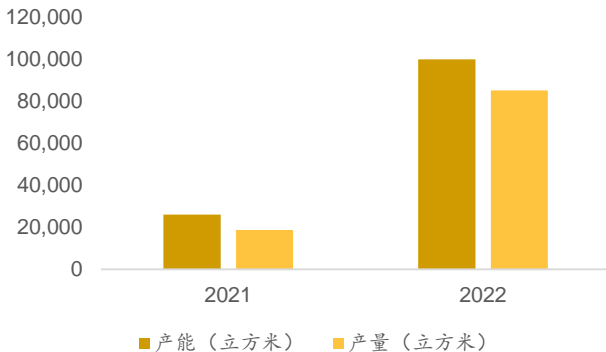
资料来源：公司招股说明书、公司可转债募集说明书、公司可转债评级报告，德邦研究所

图 44：2020-2022 防护平台产能、产量情况



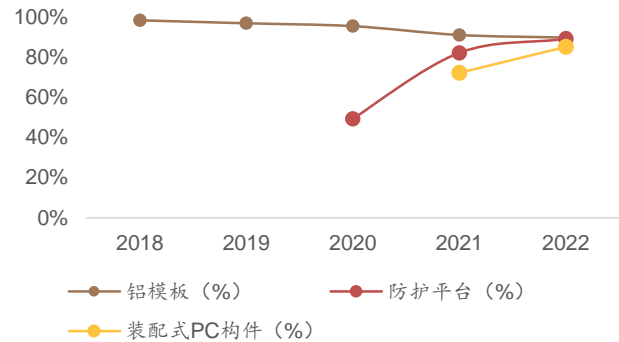
资料来源：公司可转债募集说明书、公司可转债评级报告，德邦研究所

图 45：2021-2022 装配式 PC 构件产能、产量情况



资料来源：公司可转债募集说明书、公司可转债评级报告，德邦研究所

图 46：各业务产能利用率情况



资料来源：公司招股说明书、公司可转债募集说明书、公司可转债评级报告，德邦研究所

**可转债募集资金升级现有产业基地，补充产能供给。**公司于 2023 年 4 月发行可转债，募集资金约 6.14 亿元，主要用途为：1) 对江门、重庆建设基地的现有业务进行扩产；2) 补充流动资金，降低运营风险。

**公司此次募集基金的主要目标有两个：1) 提高江门生产基地产能，扩充业务范围，**江门生产基地的地理位置及交通优势可以扩大公司铝模业务辐射范围，在涉及华南地区的同时，借助江门水路运输条件，将铝模产品出口至新加坡、马来西亚、印度、柬埔寨、菲律宾等国家及地区，扩大公司境内外铝模业务规模，从而提升公司在行业内的市场份额，进一步巩固市场地位；

**2) 紧跟国家发展成渝地区政策，推进一站式服务战略。**成渝地区双城经济圈位于“一带一路”和长江经济带交汇处，具有连接西南与西北，沟通东亚与东南亚、南亚的优势。目前公司在西南市场已经形成一定的竞争地位，提升铝模板产



品及防护平台生产能力可以填补公司西南地区产能空白。提高防护平台产能可以进一步推进与铝模板的配套使用，提升公司在西南地区竞争力。

公司于 2023 年 9 月变更部分募集资金用途，调整投资总额。变更原因为：

1) 华南地区贡献营收最大，且仍在扩张，为公司核心发展区域；另外，境外业务需求大幅度提升，江门生产基地主要服务华南地区及境外市场，考虑现有产能及业务扩张速度，公司决定扩大对该基地的投资规模；

2) 考虑装配式 PC 构件的市场需求发展前景广阔，公司决定新建装配式 PC 构件产业园，扩大生产规模，满足客户增长需求。

表 19：江门生产基地（二期）建设项目变更前后情况

	变更前	变更后
项目实施内容	形成年产 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产品的精益生产能力。	形成年产 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产品的精益生产能力。
计划投资总额(万元)	26,783.05	54,866.92
拟使用募集资金金额(万元)	23,478.69	23,478.69
项目建设周期	2 年	4 年

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》，德邦研究所

表 20：重庆生产基地建设项目变更前后情况

	调整前	调整后	
项目实施内容	形成年产 60 万平方米铝模及 5,000 个机位附着式升降作业安全防护平台产品的生产能力。	重庆志特生产基地(一期)建设项目	装配式产业园项目
		形成年产 60 万平方米铝模及 5,000 个机位附着式升降作业安全防护平台产品的生产能力。	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。
计划投资总额(万元)	23,522.35	23,522.35	18,945.59

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》，德邦研究所

**三大业务产能扩张进行中。**根据公司产能建设情况，达产后公司铝模系统的产能将从 2022 年的 320 万平方米上升至 450 万平方米，防护平台产能将从 2022 年的 20,000 机位上升至 40,000 机位，装配式预制件的产能将从 2022 年的 100,000 立方米上升至 250,000 立方米。

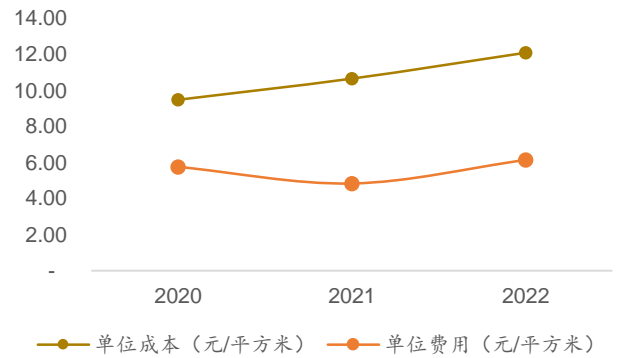
**产能升级带来的规模效应可降低单位成本及单位费用，**但近年降本、降费效果未及预期，主要原因：1) 2021 年租赁收入面积上升，但单位成本也上升，由于铝锭价格上涨、租赁项目层数下降所致，产能升级带来的规模效应被稀释，若收入面积与 20 年持平，单位成本摊销将更高；2021 年受益于产能规模扩张，公司租赁业务单位费用有小幅下滑，规模效应显现。2) 2022 年，由于租赁业务项目层数降低，较低的项目层数将增加单位租赁成本摊销，导致本该由租赁出库面积上涨所带来的规模效应被抵消，单位成本和单位费用均小幅上涨，若周转层数与 21 年持平，降本效果将凸显，单位成本及单位费用将下降。

表 21: 各业务未来产能扩张情况

	2022	达产后
铝模板 (万平方米)	320	450
防护平台 (机位)	20000	40000
装配式预制件 (立方米)	100000	250000

资料来源: 公司可转债募集说明书、《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》, 德邦证券研究所测算

图 47: 2020-2022 铝模板租赁单位成本/费用



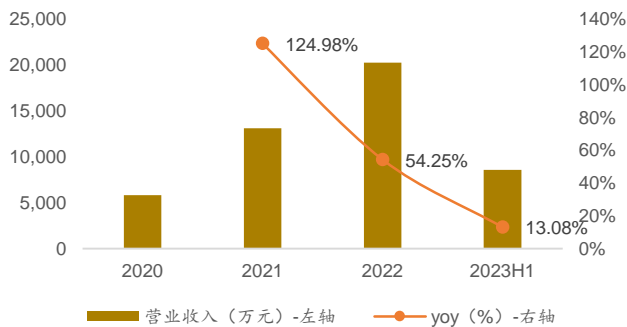
资料来源: 公司可转债募集说明书、公司可转债评级报告, 德邦研究所

### 3.2. 多元化产品布局, 协同效应持续显现

**产品布局适用传统+新兴装配建筑模式, 实现协同效应。**总结公司铝模板、防护平台及装配式预制件业务, 公司产品可应用于传统现浇式建筑以及装配式建筑模式, 且防护平台、装配式预制件皆可以与核心业务铝模板搭配使用。另外, 受益于过去公司铝模系统业务的客户积累, 防护平台业务、装配式预制件业务可做到快速渗透, 实现协同效应。

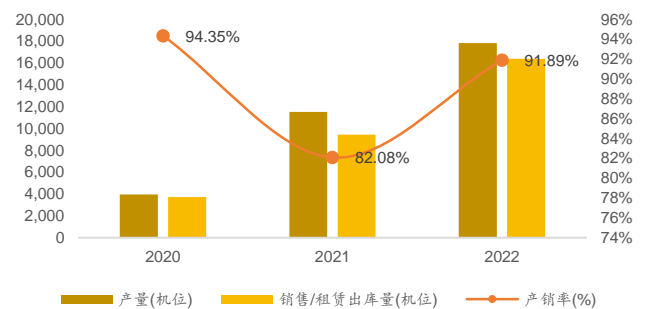
**防护平台业务持续成长。**公司于 2019 年下半年开拓防护平台业务, 可与铝模板产品配套使用, 产生协同效应。2020-2023H1, 公司防护平台业务规模持续扩张, 营业收入自 2020 年的 0.58 亿元上升至 2022 年的 2.02 亿元, 2023H1 仍保持良好的成长性, 营业收入 0.86 亿元, 同比增长 13.08%。受益于公司“以销定产”模式, 防护平台整体产销率良好, 自业务开展以来平均产销率维持在 90%。2021 年产销率相对较低, 原因是受地产调控政策、疫情反复和大宗商品价格上涨等因素, 导致防护平台行业整体受到影响。

图 48: 2020-2023H1 防护平台营业收入情况



资料来源: 公司 2021、2022 年年报、公司 2023 年半年度报告, 德邦研究所

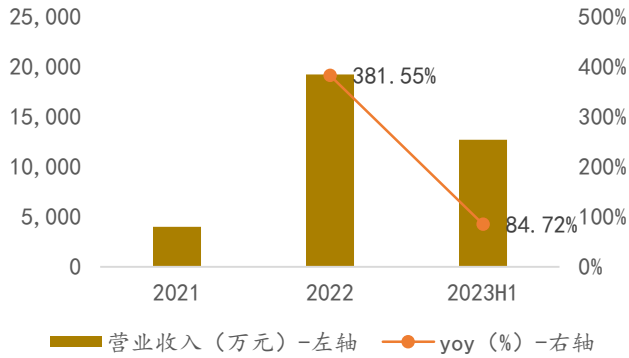
图 49: 2020-2022 防护平台产/销量情况



资料来源: 公司可转债募集说明书、公司可转债评级报告, 德邦研究所

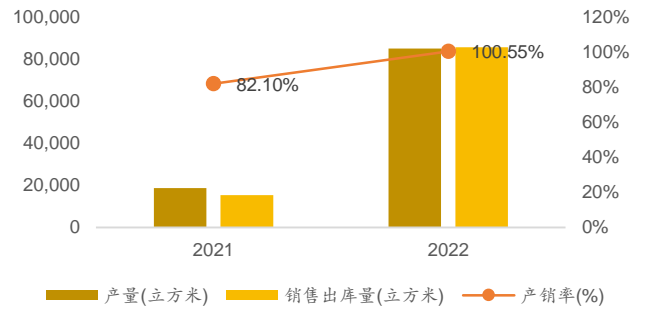
**装配式 PC 构件业务增速瞩目。**公司于 2021 年开展装配式 PC 构件业务, 且营业收入快速增长, 2021-2022 年营业收入从 0.4 亿元攀升至 1.9 亿元, 增速为 381.55%; 且 22 年产销率提升至 100.55%, 体现装配式 PC 构件市场需求旺盛, 公司装配式 PC 构件业务飞速发展, 势头强劲。2023H1 仍保持高速增长态势, 贡献收入 1.27 亿元, 同比增长 84.72%。

图 50: 2021-2023H1 装配式预制件营业收入情况



资料来源: 公司 2021、2022 年年报、公司 2023 半年报, 德邦研究所

图 51: 2021-2022 装配式 PC 构件产、销量情况



资料来源: 公司可转债评级报告, 德邦研究所

国家政策鼓励支持强劲, 装配式建筑为未来发展趋势。传统混凝土现浇方式是指将混凝土浇筑入模直至塑化的过程, 与传统的现浇建筑相比, 装配式建筑将大量的构件制作工作转移到建筑工厂, 提高施工效率、降低成本, 而且减少环境污染和噪声污染, 符合当下低碳建筑的要求。在“双碳”政策影响下, 近年来国家、各地政府陆续发布政策, 鼓励支持装配式建筑发展, 实现建筑体系绿色化。

表 22: 推广装配式建筑政策总结

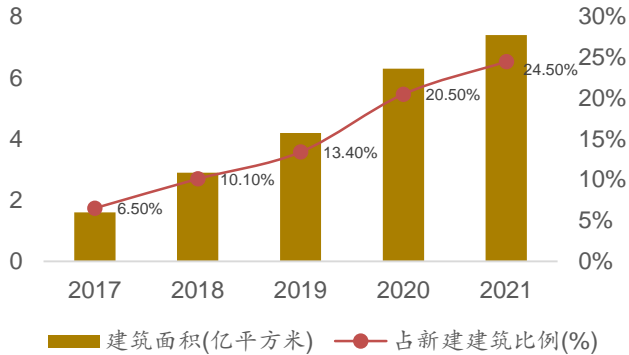
时间	部门	名称	主要内容
2018	住建部	建筑节能与科技司 2018 年工作要点	加强装配式建筑产业基地建设, 培育专业化企业, 提高全产业链、建筑工程各环节装配化能力, 整体提升装配式建筑产业发展水平。评估第一批、评定第二批装配式建筑示范城市和产业基地。
2018	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	严格施工扬尘监管。2018 年底前, 各地建立施工工地管理清单。因地制宜稳步发展装配式建筑。
2018	住建部	《贯彻落实城市安全发展意见实施方案》	推动装配式建筑、绿色建筑、建筑节能、建筑信息模型(BIM) 技术、大数据在建设工程中的应用, 推动新型智慧城市建设。
2019	住建部	《关于开展农村住房建设试点工作的通知》	决定开展农村住房建设试点工作, 并要求, 要应用绿色节能新技术工艺, 探索装配式建筑、被动式阳光房等建筑应用技术, 注重绿色节能技术设施与农房的一体化设计。
2019	住建部	《住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点》	开展钢结构装配式住宅建设试点, 在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中, 明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式。
2020	住建部等七部门	《绿色建筑创建行动方案》	提出要推广装配化建造方式, 大力发展钢结构等装配式建筑, 新建公共建筑原则上采用钢结构, 推动装配式装修。打造装配式建筑产业基地, 提升建造水平。
2021	住房和城乡建设部等 15 部门	《关于加强县城绿色低碳建设的意见》	大力发展绿色建筑和建筑节能。发展装配式钢结构等新型建造方式。全面推行绿色施工。提升县城源使用效率, 大力发展适应当地资源禀赋和需求的可再生能源。
2021	住房和城乡建设部办公厅	《住房和城乡建设部办公厅关于印发 2021 年政务公开工作要点的通知》	做好推动智能建造与新型建筑工业化协同发展政策信息发布, 及时公布智能建造创新服务案例。多渠道做好装配式建筑标准体系政策解读, 大力推广钢结构建筑。深入实施绿色建筑创建行动。落实建设单位工程质量首要责任, 持续开展建筑施工安全专项整治, 提高政策解读针对性和传播力, 坚决遏制重特大事故。
2022	住房和城乡建设部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	大力发展钢结构建筑, 鼓励医院、学校等公共建筑优先采用钢结构建筑, 积极推进钢结构住宅和农房建设, 完善钢结构建筑防火、防腐等性能与技术措施。在商品住宅和保障性住房中积极推广装配式混凝土建筑, 完善适用于不同建筑类型的装配式混凝土建筑结构体系, 加大高性能混凝土、高强钢筋和消能减震、预应力技术的集成应用。
2022	国务院	《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	推进生产生活低碳化, 大力发展绿色建筑, 推广装配式建筑、节能门窗、绿色建材、绿色照明, 全面推行绿色施工。
2023	国务院	《质量强国建设纲要》	大力发展绿色建材, 完善绿色建材产品标准和认证评价体系, 倡导选用绿色建材。鼓励企业建立装配式建筑部品部件生产、施工、安装全生命周期质量控制体系, 推行装配式建筑部品部件驻厂监造。

资料来源: 住建部、国务院, 德邦研究所

装配式预制件业务发展前景广阔。受益于国家政策大力支持, 装配式建筑新开工面积及占比逐年攀升, “十四五”规划还提出, 预计 2025 年装配式建筑占比超

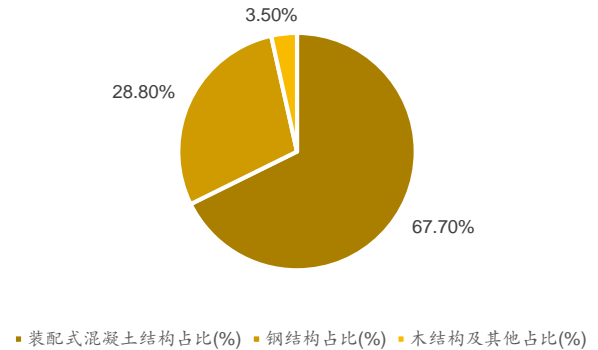
过 30%。其中装配式混凝土结构占比最高，2021 年占比为 67.7%。明确的发展目标奠定装配式预制件有潜在的市场需求增量，我们认为，未来公司装配式预制件业务在国家政策支持下将持续扩张。

图 52：2017-2021 装配式建筑新开工面积及占新建建筑比例



资料来源：中商情报网，德邦研究所

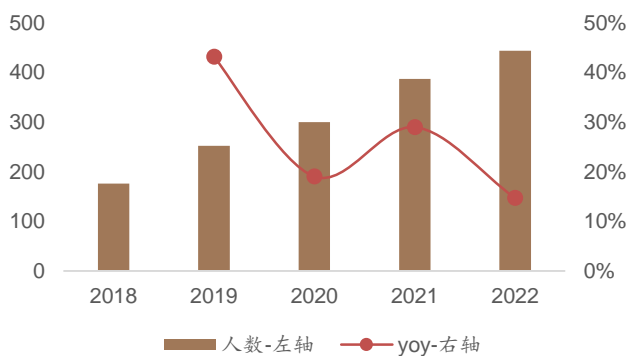
图 53：2021 年中国新开工装配式建筑结构类型



资料来源：中商情报网，德邦研究所

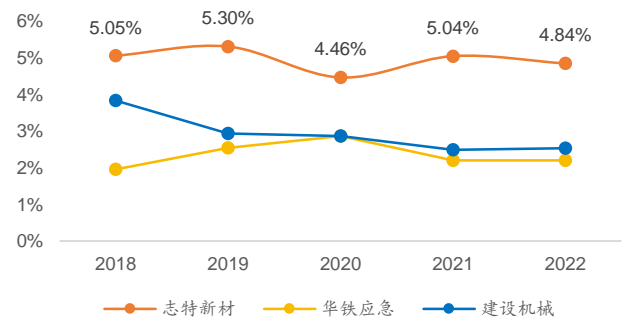
公司研发投入同比较高，在研储备丰富。公司持续对模架产品、装配式 PC 构件进行研发与创新，加大对重点领域的新材料和新技术的研发投入；加强对地下室、非标层结构的研究，实现地下室系统、非标层、标准层、屋面层及附属爬架的最优产品组合，形成全体系化品类布局，巩固公司市场地位，维持其竞争优势。截止 2022 年公司产品、施工工艺、施工装置的研发与创新共 18 项，其中处于在研阶段的项目有 9 项，研发中且选择项目进入实验阶段共 3 项，已完成样品制作，正在针对样品进行进一步实验改进，形成最终研发技术的有 4 项，专利申请中共 2 项。且公司研发团队不断扩大，2022 年团队已拥有 444 人，且研发费用率较可比公司高，每年维持在 5% 左右。

图 54：2018-2022 志特新材研发人数情况



资料来源：公司招股说明书、公司 2021、2022 年年报，德邦研究所

图 55：2018-2022 志特新材及可比公司研发费用率



资料来源：各公司年报、公司招股说明书、公司可转债评级报告，德邦研究所

表 23：公司产品研发进度总结（截至 2022 年）

项目进度	项目名称	主要目的
在研	铝模表面处理新工艺研发立项	缩短模板加工时间，更易脱模。
	便于手动调节夹持装置的新产品	解决现有的铝木结合方案加固困难、安拆不便的问题。
	K 板连接结构新产品	提供新型建筑施工型材，解决成本高，经济效益差的问题。
	可下降爬架附墙支座新产品	解决现有的爬架系统存在无法下降的问题。
	爬架智能控制系统主控设备研发项目	解决产品通信方式单一，电源不具备分控要求。
	爬架智能控制系统分控及通讯设	通过发送模块和接收模块可提高了分控数量可扩展性。

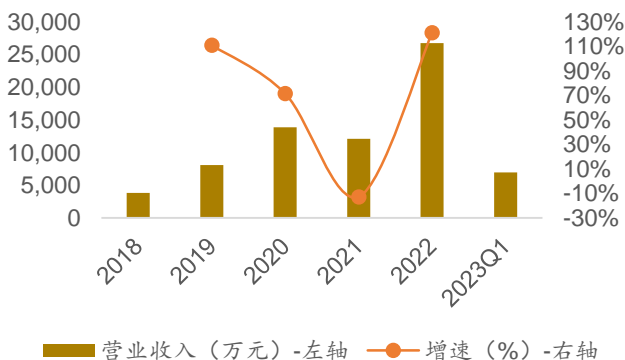
备研发项目		
研发中， 正选择实际项目进行实验	爬架智能通用型遥控控制系统研发项目	解决现有技术中发送与接收数据相对单一，发送内容无法修改且无法反馈接收内容，容易产生安全隐患，遥控发射功率低且距离短的问题。
	铝模板喷涂装置 用于装配式建筑爬架附着的新产品	解决现有的喷涂装置只能进行单面喷涂的问题。 有效的避免附墙位置容易漏水，影响观感的缺点。
已完成样品制作，正在针对样品进行进一步实验改进，形成最终研发技术	用于解决作业层模板系统与附着式升降脚手架干涉问题的新产品	提供活动内延板，可有效解决作业层模板系统与附着式升降脚手架干涉及爬架冒顶等安全性问题。
	滑模系统新产品	提供一套切实可行的、完整的、系统的滑模设计方案与全方位的工程指导服务，切实解决施工效率及安全性的问题。
	电梯井用模板系统新产品	提供一套切实可行的、完整的、系统的电梯井爬模设计方案与全方位的工程指导服务，切实解决施工效率及安全性的问题。
专利申请中	屋面层、架空层爬架附着钢柱新产品	解决屋面层、架空层爬架难附着的问题。
	爬架电控系统检测装置	满足电葫芦检测及维修，保证电葫芦出厂合格。
	内模可伸缩模板组件	提供可有效应用于电梯井可伸缩模板组件新产品，其受力性能良好，同步性能良好，能满足现场使用要求及经济性要求。
	防护网连接新产品	提供防护网连接方案，切实解决防护网安装施工效率及安全性的问题。
专利申请中	可调节水平拉杆新产品	(1) 一种伸缩调节水平拉杆，具备可根据使用需求对水平拉杆的使用长度进行调节； (2) 可以在单节拉杆被折弯时对其进行拆卸更换的优点； (3) 铝模可不受水平杆尺寸限制，可在保证铝模的标准化率不受影响。
	爬架穿墙螺杆用预埋胶管新产品	(1) 提供一种爬架穿墙螺杆用预埋防渗漏胶管，具备防漏的优点，同时封堵效果好； (2) 采用多段式设置利于拆卸以及维护费用低，方便回收利用； (3) 铝合金模板预留孔 $\geq 25\text{mm}$ ，不损坏铝合金模板结构。

资料来源：公司 2022 年年报，德邦研究所

### 3.3. 率先开拓境外市场，东南亚市场成长性接力

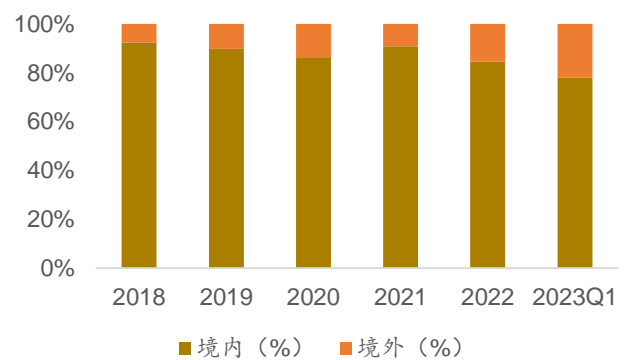
公司布局境外市场较早，境外业务逐渐成长。境外业务主要为铝模系统的销售及租赁，其中以销售为主。公司于 2014 年开拓境外市场，逐渐覆盖东南亚、南亚市场，并在 2018 年建立全球运营总部，体现发展境外业务为公司重要的战略之一。境外业务呈现稳健且向好的发展态势，2018 年营业收入为 0.38 亿元，2022 年营业收入增长至 2.68 亿元，CAGR 为 62.44%；境外业务占比整体呈上升趋势，2023Q1，境外业务收入占整体收入的 22.08%，体现公司产品在境外市场认可度逐渐提升。

图 56：2018-2023Q1 公司境外市场营收及增速



资料来源：公司招股说明书、公司可转债评级报告，德邦研究所

图 57：2018-2023Q1 境内、外市场营收占比



资料来源：公司招股说明书、公司可转债评级报告，德邦研究所

东南亚市场空间广阔，公司早期铺垫可驱动规模扩张。东南亚市场中，马来西亚、印尼政府大力发展房建、基建领域。马来西亚政府出台《国家住房计划(NHP)》，预测 2023-2032 年间马来西亚房建领域年均增长率为 5.2%，在马来西亚市场，2023-2032 年间基建行业将以年均 4.7% 的速度增长；印尼建设投资的侧重为 70% 的基建项目和 30% 的房建项目，在基础设施建设的资金需求规划达 4500 亿美元；2022 年至 2031 年，印尼交通基础设施行业年均增长率将达到 6.6%，其中 42% 将通过与国内外私营资本合作进行融资，境外市场机遇丰富。我们认为，受益于对境外市场的早期铺垫，公司有望在海外市场获取一定的市场地位；另外，公司境外业务规模逐渐扩大，形成国内、外双轮驱动格局，可抵消部分国内下游需求收缩对公司规模增长的阻碍。

表 24：马来西亚、印尼建筑业发展计划总结

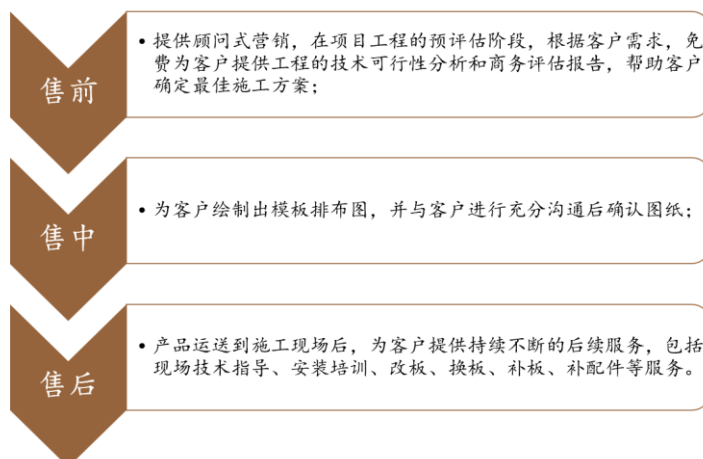
地区	发展计划	计划内容
马来西亚	《国家住房计划(NHP)》	计划在 10 年内建造 100 万套经济适用住房，此外还规划建设新的工业、商业和办公场所，将拉动房建领域实现稳定增长。
	《第 12 个马来西亚计划》	重点要加强连接机场、港口、工业区和主要市中心的公路和铁路网络建设。至少 50% 的发展资金将用于欠发达地区，包括修建 2800 公里的公路以改善农村地区的连通性等。
印尼	《2020 年—2024 年国家中期发展计划》	明确把基础设施建设作为优先发展目标。
	《印尼迁都计划》	已于 2022 年开始并持续到 2024 年，开发预计将持续到 2045 年。

资料来源：中国基建物资租赁承包协会，德邦研究所

### 3.4. 综合服务提升口碑，“两化融合”提升效率

公司综合服务优势突出，体现在服务流程、营销两方面。服务流程方面，公司服务体系涵盖售前、售中和售后服务，多方面、全流程的服务提高客户满意度以及公司口碑；营销方面，公司销售、工程、深化设计等部门形成“铁三角”团队，服务覆盖前后端：1) 在营销前端，为客户提供最优的技术解决方案，确保项目问题在 24 小时内迅速解决；2) 在营销后端，生产、品管、物流及其他职能部门在产品交期、质量控制、物流安全保证等方面提供优质服务。

图 58：公司综合服务体系



资料来源：公司 2022 年报，德邦研究所

### 公司在信息化、工业化两个方向着重提升。

1) **信息化建设**：将 BIM 设计技术、旧板管理系统、自动配板管理系统和供应链管理、财务管理优化作为重点，提升公司在设计环节、生产环节、验收环节和仓储环节和财务管理环节效率；

2) **工业化建设**：包括自动化生产线、机器人焊接生产线等，提升公司的装备水平和自动化生产程度，提升公司的设备投入程度和生产效率。公司依靠自身研发技术优势及生产能力可独立完成生产流程中的核心环节，体现公司信息化、工业化技术实力，保持公司高效运营。

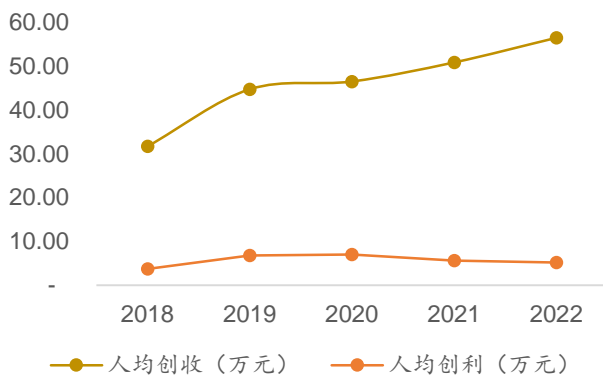
**表 25：志特新材生产流程中核心环节的技术含量及具体表现**

环节名称	所用技术	优势
项目深化环节	运用自主研发的 GETO-BIM 背楞自动化系统、志特铝模板半自动三维配模系统、背楞及加工图软件、志特三维建模软件、铝模板配模软件等几项技术。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 使得项目深化图可视化，并能及时由客户进行确认，从而<b>确保项目深化阶段零缺陷</b>；</li> <li>2. 可全自动生成加工图纸、生产清单；</li> <li>3. 结合标准化程度及原材料耗用等方面要求，<b>自动拾取铝模系统各构件进行智能配模，同时流程清晰可视，便于研发设计人员及时调整方案，使设计方案更为精准、高效。</b></li> </ol>
开料环节	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”。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 多头锯切机锯床传动采用松下数控系统控制，使<b>下料尺寸精度更高，操作更简单</b>，同时刀具采用硬质合金圆锯，<b>切削速度更快，生产效率更高</b>；</li> <li>2. “锯切水冷技术”在切割过程中将水喷射在锯切位置，<b>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</b>；</li> <li>3. “锯切自动定尺技术”可指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，<b>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</b>；</li> <li>4. <b>保证原材料的可利用程度最大化。</b></li> </ol>
冲孔环节	冲孔设备为铝模板专用液压大排冲设备，该设备采用液压驱动，四连杆结构；液压系统采用进口阀组。	<b>保证铝模系统各构件的孔位精准，从而保证客户后续项目现场施工的质量与效率。</b>
焊接环节	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 技术可实现 4-5 轴联动，执行部分采用交流伺服电机；与南昌航空大学联合成立了“铝模板机器人应用实验室”和“铝模板焊接技术实验室”，联合研发、优化铝模系统在焊接技术方面的应用。	<b>实现机器高精度、高速运行、稳定性高的特点。</b>
验收及打包环节	验收：针对智能拼装项目，运用 BIM 平台将特定项目设计文件转化为 VR 验收文件，客户可以使用 PC 设备、移动设备及 VR 设备进行项目验收。 拼装：针对打包环节的准确性，自主研发了智能配模系统，该系统将打包清单发送给物流部门，再由公司自主研发的打包扫描系统对打包清单的准确性再次核对。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 验收环节的有效运行能够保证公司对客户需求的有效反馈，便于客户项目现场顺利施工；</li> <li>2. 优化客户体验，有效支持后续服务的重要环节。</li> </ol>

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

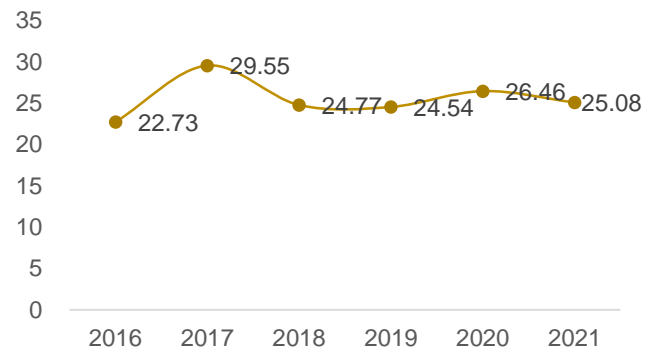
**公司经营、管理能力高效。**主要从两个方面体现：1) **人均创收/创利呈上升趋势，体现公司经营效率高**：2018-2022 年，公司人均创收从 31.75 万元增至 56.52 万元，整体呈上升趋势；公司人均创利从 3.72 万元增至 5.20 万元，有小幅幅度上升，整体呈平稳状态。2) **铝模周转情况良好，公司旧板管理能力突出**：公司模板周转层数可反应内部管理效率，2016-2022 年，铝模板周转层数整体处于较高水平，体现公司在旧板回收、管理方面有较强的能力，高效运营为公司贡献更多收益。

图 59: 2018-2022 志特新材人均创收、创利情况



资料来源: 公司招股说明书、公司 2021、2022 年年报, 德邦研究所

图 60: 2016-2021 志特新材铝模板周转层数情况



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所  
注: 周转层数=租赁收入面积/平均模板结存量



## 4. 盈利预测与估值

公司作为铝模板行业龙头，其业务规模将受益于铝模板渗透率的提升继续扩张，高效的模板运营管理能力将助力公司提高行业地位，且下游需求端受政策积极影响有所恢复；公司防护平台业务可与铝模板配套使用，协同效应驱动防护平台业务继续成长；随着国家装配式建筑占比逐步升高，公司装配式预制件业务发展空间可观。另外，公司继续提升各项业务产能，保证后续供应充足，为测算公司未来业绩增长，我们对具体业务板块做如下假设：

**1) 铝模板业务：**江门生产基地（二期）、重庆生产基地（一期）铝模板生产线预计部分产线于2023H2投产，有望驱动公司产销提升；价格方面，23年受下游需求疲弱影响，公司铝模系统和防护平台单价有所下降，24年我们认为在地产端城中村改造+保障房建设加速推进、基建端万亿国债推动实物工作量落地，开工端需求企稳有望带来价格稳定，我们预计公司铝模板业务23-25年营业收入分别为13.46、16.11、17.09亿元，分别同比+4.06%、+19.69%、+6.09%。毛利率方面，我们预计原材料铝价成本保持稳定，产能扩产有望带来规模效应进一步摊薄固定成本，毛利率有望呈现修复趋势，预计23-25年铝模板业务毛利率为28.57%、33.41%、34.33%。

表 26：志特新材铝模板业务盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>生产</b>	-	-	-	-	-
产能 (万平方米)	300	320	400	450	450
YOY (%)	36.36%	6.67%	25.00%	12.50%	0.00%
产量 (万平方米)	273	286	360	428	450
产能利用率 (%)	91.14%	89.23%	90%	95%	100%
<b>销售业务</b>					
销售面积 (万平方米)	24.21	30.19	36.00	42.75	45.00
营业收入 (百万元)	145.93	275.25	235.80	292.66	321.38
营业成本 (百万元)	121.27	174.61	184.32	215.91	234.18
毛利润 (百万元)	24.68	100.64	51.48	76.76	87.20
销售业务毛利率 (%)	16.92%	36.56%	21.83%	26.23%	27.13%
<b>租赁业务</b>					
租赁出库面积 (万平方米)	249.21	255.10	324.00	384.75	405.00
租赁收入面积 (万平方米)	5,839.23	5,631.20	7,674.95	9,114.00	9,593.69
项目层数 (层)	23.43	22.07	23.69	23.69	23.69
营业收入 (百万元)	995.62	1,018.17	1,110.10	1,318.25	1,387.63
营业成本 (百万元)	623.06	681.99	777.07	856.86	888.08
毛利润 (百万元)	372.56	336.18	333.03	461.39	499.55
租赁业务毛利率 (%)	37.42%	33.02%	30%	35%	36%
<b>合计</b>					
总销量 (万平方米)	273.42	285.29	360.00	427.50	450.00
产销率 (%)	100.01%	100.01%	100%	100%	100%
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>1,141.56</b>	<b>1,293.41</b>	<b>1,345.91</b>	<b>1,610.91</b>	<b>1,709.01</b>
YOY (%)	19.69%	13.30%	4.06%	19.69%	6.09%
<b>营业成本 (百万元)</b>	<b>744.33</b>	<b>856.60</b>	<b>961.40</b>	<b>1,072.77</b>	<b>1,122.26</b>
YOY (%)	28.69%	15.08%	12.23%	11.58%	4.61%
<b>毛利润 (百万元)</b>	<b>397.23</b>	<b>436.81</b>	<b>384.51</b>	<b>538.14</b>	<b>586.75</b>
毛利率 (%)	34.80%	33.77%	28.57%	33.41%	34.33%

资料来源：公司可转债募集说明书、公司2021、2022年年报，德邦研究所

**2) 防护平台业务:** 预计 23 年下半年江门生产基地和重庆基地有望贡献部分新增产能, 同时 23 年上半年影响公司防护平台对外出租业务的广东省住建厅对防护平台建筑施工技改要求基本出清, 公司防护平台业务有望迎来修复。价格方面, 受下游需求疲软影响, 23 年公司防护平台单价下降, 24 年同样有望受益于开工端企稳, 带来价格的筑底企稳。我们预计公司防护平台业务 23-25 年营收分别为 2.47、3.39、4.27 亿元, 分别同比+22.04%、+37.5%、+25.70%, 毛利率分别为 6%、10%、15%。

**表 27: 志特新材防护平台业务盈利预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产能 (机位)	14,000	20,000	26,250	32,500	40,000
产量 (机位)	11,512	17,831	24,150	32,500	40,000
产能利用率 (%)	82.23%	89.16%	92%	100%	100%
出库数量 (机位)	9,449	16,385	22,218	30,550	38,400
产销比 (%)	82%	92%	92%	94%	96%
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>131.10</b>	<b>202.22</b>	<b>246.79</b>	<b>339.35</b>	<b>426.54</b>
YOY (%)	124.98%	54.25%	22.04%	37.50%	25.70%
<b>营业成本 (百万元)</b>	<b>103.36</b>	<b>167.57</b>	<b>231.99</b>	<b>305.41</b>	<b>362.56</b>
YOY (%)	126.68%	62.12%	38.44%	31.65%	18.71%
<b>毛利润 (百万元)</b>	<b>27.73</b>	<b>34.66</b>	<b>14.81</b>	<b>33.93</b>	<b>63.98</b>
毛利率 (%)	21%	17%	6%	10%	15%

资料来源: 公司可转债募集说明书、公司 2021、2022 年年报, 德邦研究所

**3) 装配式预制件业务:** 重庆装配式产业园预计增加产能 15 万立方米, 有望驱动公司产销增长。价格方面, 有望同样受益于开工端企稳带来价格企稳, 我们预计公司装配式预制件业务 23-25 年营收分别为 3.0、5.0、5.25 亿元, 分别同比+56.32%、+66.67%、+5.00%, 毛利率分别为 16%、20%、25%。

**表 28: 志特新材装配式预制件业务盈利预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产能 (立方米)	26,000	100,000	175,000	250,000	250,000
产量 (立方米)	18,794	85,171	157,500	250,000	250,000
产能利用率 (%)	72.28%	85.17%	90.00%	100.00%	100.00%
销售出库数量 (立方米)	<b>15,430.80</b>	<b>85,640.16</b>	<b>157,500</b>	<b>250,000</b>	250,000
产销率 (%)	82.10%	100.55%	100%	100%	100%
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>39.82</b>	<b>191.77</b>	<b>299.78</b>	<b>499.63</b>	<b>524.61</b>
YOY (%)	-	382%	56.32%	66.67%	5.00%
<b>营业成本 (百万元)</b>	<b>32.56</b>	<b>153.17</b>	<b>251.82</b>	<b>399.71</b>	<b>393.46</b>
YOY (%)	-	370.37%	64.40%	58.73%	-1.56%
<b>毛利润 (百万元)</b>	<b>7.26</b>	<b>38.60</b>	<b>47.96</b>	<b>99.93</b>	<b>131.15</b>
毛利率 (%)	18.23%	20.13%	16%	20%	25%

资料来源: 公司可转债募集说明书、公司 2021、2022 年年报, 德邦研究所

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 22.23、29.13、33.22 亿元，同比+15.2%、+31.0%、+14.0%，归母净利润分别为 0.25、1.71、2.80 亿元，同比-85.9%、+583.5%、+63.8%，对应 EPS 分别为 0.10、0.69、1.13 元。可比公司方面，当前以铝模板为主业的上市标的较为稀缺，我们选择同样部分涉及铝模板业务和建筑设备租赁业务的细分行业龙头作为可比公司，公司估值高于可比公司平均估值，但考虑到公司短期有望受益于地产和基建开工端需求企稳，业绩具备向上弹性，中长期有望受益于铝模板渗透率提升带来的需求扩容、供给端出清下有望迎来市占率提升，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 29：志特新材盈利预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>					
营业收入 (百万元)	1,481.17	1,929.57	2,223.10	2,913.18	3,322.47
YOY (%)	32.30%	30.27%	15.21%	31.04%	14.05%
营业成本 (百万元)	1,000.49	1,332.46	1,693.16	2,125.35	2,375.01
YOY (%)	40.76%	33.18%	27.07%	25.53%	11.75%
毛利润 (百万元)	480.68	597.11	529.94	787.83	947.46
毛利率 (%)	32.45%	30.95%	23.84%	27.04%	28.52%

资料来源：公司可转债募集书、公司 2021、2022 年年报，德邦研究所

**表 30：可比公司估值 (截至 2024 年 1 月 26 日)**

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603300.SH	华铁应急	5.99	117.46	0.50	0.43	0.57	0.74	11.98	13.94	10.58	8.08
002541.SZ	鸿路钢构	18.03	124.41	1.69	1.90	2.26	2.66	10.67	9.50	7.99	6.79
600984.SH	建设机械	3.37	42.36	-0.04	0.03	0.28	0.40	-94.66	121.22	12.10	8.49
	<b>平均</b>							<b>-24.00</b>	<b>48.22</b>	<b>10.22</b>	<b>7.79</b>
300986.SZ	志特新材	11.46	28.23	1.08	0.10	0.69	1.13	10.61	113.09	16.55	10.10

资料来源：Wind，德邦研究所；注：除志特新材为德邦研究所预测外，其余公司来自 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

**1) 原材料价格超预期上涨：**铝锭价格受产量、库存及国际环境影响，未来若铝锭价格超预期上行将显著影响公司成本，进而影响公司盈利能力；

**2) 房地产政策落地不及预期：**公司下游需求主要来源于房地产和基建行业，若房地产各项政策落地效果及速度不及预期，如城中村改造、保障房建设速度不及预期，将显著影响收入及业绩。

**3) 生产基地建设情况不及预期：**若在计划范围内未实现达产目标，将对公司业务规模扩张产生影响，从而影响公司规模增长。

**4) 应收账款回收不及预期：**若下游客户资金链持续承压，将导致公司应收账款回款不及时，计提减值将显著影响公司业绩。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.08	0.10	0.69	1.13
每股净资产	5.68	5.83	6.42	7.39
每股经营现金流	-0.91	0.65	1.30	2.37
每股股利	0.20	0.02	0.10	0.17
价值评估(倍)				
P/E	35.88	113.09	16.55	10.10
P/B	6.82	1.96	1.78	1.55
P/S	0.97	1.27	0.97	0.85
EV/EBITDA	7.01	10.57	7.11	5.34
股息率%	0.5%	0.1%	0.9%	1.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	30.9%	23.8%	27.0%	28.5%
净利润率	9.2%	1.1%	5.9%	8.4%
净资产收益率	12.7%	1.7%	10.8%	15.4%
资产回报率	4.5%	0.5%	2.9%	4.3%
投资回报率	7.8%	2.3%	6.2%	8.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	30.3%	15.2%	31.0%	14.0%
EBIT 增长率	8.7%	-65.8%	225.2%	50.1%
净利润增长率	7.9%	-85.9%	583.5%	63.8%
偿债能力指标				
资产负债率	61.4%	68.1%	70.6%	69.1%
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.7	0.9	1.0	1.2
现金比率	0.1	0.1	0.2	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	191.2	250.0	250.0	250.0
存货周转天数	79.3	90.0	90.0	90.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	1.2	1.4	1.8	2.5

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	177	25	171	280
少数股东损益	5	3	19	31
非现金支出	857	355	353	349
非经营收益	22	58	77	89
营运资金变动	-1,288	-281	-299	-166
经营活动现金流	-225	160	320	583
资产	-222	-433	-433	-133
投资	18	-56	-2	-2
其他	1	2	2	2
投资活动现金流	-204	-487	-433	-132
债权募资	476	437	425	87
股权募资	41	17	0	0
其他	-60	-62	-104	-132
融资活动现金流	457	392	321	-45
现金净流量	31	64	209	405

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 1 月 26 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,930	2,223	2,913	3,322
营业成本	1,332	1,693	2,125	2,375
毛利率%	30.9%	23.8%	27.0%	28.5%
营业税金及附加	18	22	20	17
营业税金率%	1.0%	1.0%	0.7%	0.5%
营业费用	128	162	189	199
营业费用率%	6.6%	7.3%	6.5%	6.0%
管理费用	86	120	146	150
管理费用率%	4.5%	5.4%	5.0%	4.5%
研发费用	93	140	175	183
研发费用率%	4.8%	6.3%	6.0%	5.5%
EBIT	252	86	280	420
财务费用	39	56	76	86
财务费用率%	2.0%	2.5%	2.6%	2.6%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2
营业利润	215	33	223	365
营业外收支	0	-1	-1	-1
利润总额	215	33	223	365
EBITDA	1,050	398	622	769
所得税	32	5	33	54
有效所得税率%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
少数股东损益	5	3	19	31
归属母公司所有者净利润	177	25	171	280

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	217	281	490	895
应收账款及应收票据	1,049	1,632	2,185	2,503
存货	289	417	524	586
其它流动资产	135	193	206	214
流动资产合计	1,690	2,523	3,405	4,198
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,638	1,636	1,603	1,312
在建工程	277	372	467	514
无形资产	234	261	288	315
非流动资产合计	2,243	2,369	2,461	2,245
资产总计	3,933	4,892	5,865	6,443
短期借款	626	546	821	759
应付票据及应付账款	630	812	1,019	1,139
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	628	927	1,104	1,206
流动负债合计	1,884	2,285	2,944	3,103
长期借款	450	535	585	635
其它长期负债	81	512	612	712
非流动负债合计	530	1,047	1,197	1,347
负债总计	2,415	3,332	4,141	4,450
实收资本	164	246	246	246
普通股股东权益	1,399	1,438	1,583	1,820
少数股东权益	120	123	142	173
负债和所有者权益合计	3,933	4,892	5,865	6,443

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。