



2023年江西志特新材料股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2023年江西志特新材料股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

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

评级观点

- 该评级结果是考虑到：江西志特新材料股份有限公司（以下简称“志特新材”或“公司”，股票代码：300986.SZ）具有一定品牌优势，研发实力仍较强；随着新建海南基地、江门基地的陆续投产，公司主要产品产能进一步扩张，营收规模实现较快增长。但同时中证鹏元关注到，公司下游房地产行业仍周期承压，公司应收账款规模大幅增长，应收账款计提信用减值损失对利润形成一定侵蚀，需持续关注应收账款的回收进度和减值风险。公司总债务大幅增长，杠杆水平进一步提升，偿债指标弱化，债务压力持续加大以及在在建项目面临一定资金压力和收益不确定风险。

评级日期

2023年6月25日

联系方式

项目负责人：陈刚
 cheng@cspengyuan.com

项目组成员：赵婧
 zhaoj@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	40.94	39.33	28.51	20.45
归母所有者权益	14.01	13.99	12.32	6.91
总债务	16.08	14.29	8.59	7.65
营业收入	3.80	19.30	14.81	11.20
净利润	-0.01	1.83	1.75	1.79
经营活动现金流净额	0.15	-2.25	1.73	1.00
净债务/EBITDA	--	1.12	0.65	0.82
EBITDA 利息保障倍数	--	22.18	41.47	23.48
总债务/总资本	51.44%	48.48%	40.00%	51.83%
FFO/净债务	--	75.58%	136.79%	98.48%
EBITDA 利润率	--	55.43%	67.22%	59.86%
总资产回报率	--	7.72%	9.15%	13.64%
速动比率	0.74	0.74	0.63	0.52
现金短期债务比	0.33	0.28	0.39	0.44
销售毛利率	24.09%	30.95%	32.45%	40.98%
资产负债率	62.91%	61.39%	54.79%	65.23%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司在模架行业具有一定品牌优势，研发实力较强。**公司在行业内具有较好的品牌影响力，公司产品被评为“江西省优秀产品”、“江西省名牌产品”等，并获得“中国模板脚手架行业名牌企业”称号，铝模系统产品通过新加坡政府建筑施工局（BCA）的严格测评并取得了 BAND2 认证，此外公司已连续多年被认定为国家高新技术企业，具有较强的研发实力，2022 年研发投入同比增长 24.89%。
- **公司主要产品产能进一步扩张，营收规模实现较快增长。**公司用于租赁的铝模板系统具备规模优势，出租率保持良好；随着海南基地、江门基地新建产能的陆续投产，2022 年公司铝模系统、防护平台、装配式预制件的产能和产量均实现增长，带动营业收入同比增长 30.27%。

关注

- **下游房地产行业仍周期承压，对铝模板行业发展带来一定不利影响。**2022 年，受房地产供给侧改革、居民收入预期转弱等影响，行业呈现供需两弱的局面，房地产投资和新开工短期内难言显著改善，整体发展运行仍面临一定的压力，房地产市场的持续低迷将导致铝模板行业面临竞争加剧、产品单价下降等不利影响。
- **应收账款面临一定回收和减值风险。**2022 年公司应收账款规模大幅增长，期末余额为 10.11 亿元，同比增长 105.92%，期末应收账款计提坏账 0.86 亿元，计提比例为 7.84%，应收对象主要为央企、大型建筑总包方等；2022 年应收账款计提信用减值损失 0.55 亿元，对利润形成一定侵蚀，需持续关注应收账款的回收进度和减值风险。
- **公司总债务大幅增长，债务压力持续加大。**截至 2023 年 3 月末，公司总债务规模增至 16.08 亿元，杠杆水平进一步提升；2023 年 3 月末，速动比率为 0.74，现金短期债务比仅为 0.33，偿债指标弱化，且短期债务比重较大，集中兑付压力较大。
- **在建项目面临一定资金压力和收益不确定风险。**截至 2023 年 3 月末，公司在建项目投资规模较大，同时考虑到 2022 年经营活动现金流转为大额净流出，资金压力加大，且在建项目能否如期竣工存在不确定性；当前房地产行业复苏情况仍有待观察，项目建成后能否实现预期收益亦存在不确定性。

未来展望

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

同业比较（单位：亿元，万平方米）

指标	志特新材 (300986.SZ)	闽发铝业 (002578.SZ)	华铁应急 (603300.SH)
总资产	39.33	23.83	144.12
营业收入	19.30	27.91	32.78
净利润	1.83	0.51	6.84
销售毛利率	30.95%	7.09%	50.27%
资产负债率	61.39%	36.26%	67.53%
铝模板租赁收入	10.18	1.03	-
铝模板租赁面积	882.45	583.73	-

注：1、以上各指标均为 2022 年数据；2、华铁应急（603300.SH）主要从事设备租赁业务，主要产品包括高空作业平台、地铁钢支撑、民用钢支撑、铝合金模板、集成式升降操作平台、地下维修维护工法等，2022 年末未按照产品类别披露收

入明细，无法获得相关数据；截至 2022 年末华铁应急铝合金模板保有量为 81 万方，同比增长 7.51%，铝模板租赁业务规模较小。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	3/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

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

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
A+ / 稳定	A+ / 志特转债	2022-8-30	陈刚、赵婧	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
志特转债	6.14	6.14	2022-8-30	2029-03-31

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年3月31日发行6年期6.14亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”），募集资金原计划用于江门志特生产基地（二期）建设项目、重庆志特生产基地（一期）建设项目、补充流动资金。截至2023年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为3.68亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2023年3月末，公司控股股东为珠海凯越高科技产业投资有限公司（以下简称“珠海凯越”），持有公司股份74,104,800股，持股比例为45.22%，珠海凯越的股东为高渭泉、刘莉琴夫妇。珠海凯越直接持有公司45.22%的股份，因其担任公司股东珠海志同股权投资企业（有限合伙）（以下简称“珠海志同”）的执行事务合伙人而控制公司4.64%股份的表决权；高渭泉因担任公司股东珠海志壹股权投资企业（有限合伙）（以下简称“珠海志壹”）和珠海志成股权投资企业（有限合伙）（以下简称“珠海志成”）的执行事务合伙人而分别控制公司4.87%和2.56%股份的表决权。因此，高渭泉、刘莉琴夫妇通过珠海凯越、珠海志壹、珠海志同和珠海志成合计可控制公司57.29%股份的表决权，为公司的实际控制人。

表1 截至2023年3月末，公司前十名股东持股情况（单位：股）

序号	股东	持股数量	持股比例
1	珠海凯越高科技产业投资有限公司	74,104,800.00	45.22%
2	珠海志壹股权投资企业(有限合伙)	7,980,000.00	4.87%
3	东方证券股份有限公司—中庚价值先锋股票型证券投资基金	7,784,797.00	4.75%
4	珠海志同股权投资企业(有限合伙)	7,602,000.00	4.64%
5	交通银行股份有限公司—创金合信数字经济主题股票型发起式证券投资基金	4,679,654.00	2.86%
6	珠海志成股权投资企业(有限合伙)	4,200,000.00	2.56%
7	中金公司—建设银行—中金新锐股票型集合资产管理计划	3,945,652.00	2.41%
8	抚州市数字经济投资集团有限公司	2,800,000.00	1.71%
9	中国建设银行股份有限公司—招商3年封闭运作瑞利灵活配置混合型证券投资基金	2,200,098.00	1.34%
10	光大永明资管—兴业银行—光大永明资产聚财121号定向资产管理产品	1,932,944.00	1.18%

资料来源：公司2023年一季报，中证鹏元整理

2023年4月7日，公司向不特定对象发行可转换公司债券614.033万张，募集资金总额共计人民币61,403.30万元；2023年4月21日，公司可转换债券在深圳证券交易所挂牌交易。

公司是专注于铝模、防护平台、装配式建筑PC产品的综合服务型企业，业务涵盖模架、装配式建筑PC产品研发、设计、生产、租售、技术服务。公司产品包括铝合金标准层模板、地下室模板、一体化隧道模板、防护平台、爬模等全系列模架产品，以及装配式建筑PC产品的生产供应。截至2023年3月末，公司合并范围子公司情况详见附录四，2023年1-3月公司合并范围无变化，2022年度合并报表变动情况详见下表。

表2 2022年公司纳入合并报表子公司的变化情况

变动情况	子公司名称	持股比例	变动原因
减少	广东冠振建设工程有限公司	51.00%	转让
增加	海南志特装配科技有限公司	51.00%	新设成立
增加	海南志特模架科技有限公司	100.00%	新设成立
增加	厦门志特新材料科技有限公司	75.00%	新设成立
增加	江门志特装配式建筑有限公司	75.99%	新设成立
增加	湖北志特新材料有限公司	75.00%	新设成立

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业经济环境

铝模板行业具有“大行业，小企业”的行业特征，建筑模板“以铝代木”行业趋势望持续深化，近年受市场环境因素影响行业集中度提升，行业竞争加剧导致建筑铝合金模板行业减利趋势明显

铝模板是一种先进的建筑模板，具有重量轻、成型质量高、周转次数多、施工效率高、安全性高等优点，是一种可循环、可持续发展的绿色环保模板，是目前建筑模板更新换代的发展方向，国内目前正处于快速发展阶段。铝模板行业是完全竞争行业，市场化程度较高，市场竞争较为激烈，我国铝模板行业大部分企业生产规模较小，行业集中度不高，形成了“大行业，小企业”的行业特征。受地产调控政策、大宗商品价格波动等因素影响，行业进入门槛提高，且部分小微企业选择退出，行业两级分化加速。据中国基建物资租赁承包协会统计，2022年全国建筑市场现有铝合金模板总量6,980万平方米，与2021年保有量相比降低1.0%。全国共有建筑铝合金模板研发设计、生产加工、租赁承包企业近600家。2022年企业经营收入在0.5亿-2亿元的企业数量占比为44.2%，占比最多；经营收入2亿元以上企业数量占比为31.3%，同比变化不大；近两年来头部企业凭借其在规模、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势，企业占比保持稳定，国企民企融合发展、资源整合优势互补，市场份额逐步扩大，市场集中度进一步提升。

2022年全国建筑铝合金模板生产销售、租赁承包收入346.2亿元，较2021年同期降低9.6%，其中销售收入69.2亿元，租赁承包收入277亿元。建筑行业同样承受了需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，新建开工项目锐减、市场竞争加剧，建筑租赁承包企业面临了经营创收困难、应收账款增加、资金回报周期拉长，建筑铝合金模板行业减利趋势明显。从2022年铝合金模板平均租赁价格同比变化情况来看，价格同比下降10%以上的企业占比最多，占比为50.8%，租赁价格同比下降10%以内的企业占比为39.0%，基本持平的企业占比为8.5%，增长10%以内的企业占比仅为1.7%。

铝模板具有良好的经济和社会效益，近年来，我国各级政府颁布多项文件推广并鼓励使用铝模板，加快绿色建材渗透率的提升。在国家政策和地方标准共同作用下，铝模板将成为双碳背景下建筑业未来的发展方向，“以铝代木”趋势望持续深化，铝模板产品作为绿色建筑结构材料的应用将迎来新的机遇期。据中国基建物资租赁承包协会统计，从经营模式来看，截至2022年末铝模板企业中生产租赁企业的占比最大，占比为54.4%，目前租赁模式为铝模板的主要经营模式。

表3 国家及地方“以铝代木”相关政策不断完善

时间	部门或省市	政策名称	具体内容
2021.07	福州市	福州市城乡建设局关于推广使用铝合金建筑模板系统及附着式升降脚手架的通知	鼓励各参建企业推广使用铝合金模板系统及附着式升降脚手架
2021.03	国家住建部	住建部关于印发绿色建造技术导则（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”
2021.03	浙江省	省建设厅关于印发浙江省建筑施工质量安全标准化三年行动实施方案的通知	推动“铝模板和爬架”等新技术、新工艺的应用
2020.07	广东省	广州市人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑加快推进建筑产业现代化的实施意见	推广应用铝合金模板等新型模板，全面推行绿色施工
2020.05	国家住建部	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

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

预计2023年建筑业低速增长，基建投资维持较高景气，铝模板行业作为建筑行业的下游行业，仍将具有一定的发展空间，但受调控影响下游房地产行业周期承压，也对铝模板行业发展带来一定不利影响

建筑业发展的长期性和规模性，给建筑模板行业带来了较好的市场空间，铝模板是建筑行业的需求产品，因此其市场容量、市场需求与建筑行业的发展息息相关。自铝模板进入国内建筑业以来，应用范围逐步扩大，从民用建筑向公共建筑延伸，地铁、隧道、桥梁和管廊等工程也开始使用铝模板，行业企业迎来发展机遇。

2022年，在我国经济面对供给冲击、预期转弱和需求收缩的三重压力的情况下，建筑业继续发挥托底经济作用，全年建筑业总产值达31.20万亿元。但国内房地产市场疲软、国外地缘冲突加剧等因素叠加影响，增速较上年回落4.59个百分点至6.45%。同年，我国建筑业新签合同额达36.65万亿元，同比增长6.77%，与当年行业总产值之比为1.17，短期内为行业增长形成一定支撑。具体来看，2022年，下游基建与房地产的需求分化明显。基建方面，稳增长需求下，专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基础设施建设投资同比增长11.52%，系建筑业增长主要驱动力。与之相对的，房地产企业受资金链紧张影响，投资持续走弱。2022年房地产累计新开工面积120,587万平方米，同比下降39.40%；三季度以来受“保交楼”政策影响，竣工面积同比增速有所修复，累计竣工面积86,222万平方米，同比下降15%。

图1 建筑业总产值及同比增长

图2 建筑业新签订单及其同比增速


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

2022年12月中央经济工作会议确定了2023年经济工作“稳中求进”的总基调，考虑我国居民消费仍待提振、房地产复苏仍待验证、出口回落的经济形势下，基建投资仍将是2023年扩大内需、托底经济的重要抓手。从资金端来看，中央经济工作会议提出“积极的财政政策要加力提效”，截至2023年2月10日，31个省份获得的提前批专项债、一般债额度合计分别为21,900亿元、4,320亿元，同比增长50%、32%，且此次提前批的专项债额度为历年提前批中最高¹，可以看出，地方政府专项债发行力度仍然较强，节奏也将加快。城投方面，在防范化解隐性债务风险的调控方向下，2022年城投融资整体偏紧，根据中央经济工作会议要求，2023年“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，此前财政部也表态“严禁新设政府融资平台、坚持中央不救助、全面清理隐性债务”。整体来看，预计2023年基建投资维持较高景气，但增速或将受制于地方政府债务风险管控影响略有放缓。

2022年，受房地产供给侧改革、居民收入预期转弱等影响，行业负面事件迭出，呈现供需两弱的局面，为经济增长和地方财政带来很大压力。在此背景下，地产调控政策逐步放松。供给端，从信贷、债券、股权三方面“三箭齐发”全面支持房企融资，同时，预售资金监管优化，帮助优质房企恢复经营“造血”功能，供给端政策支持力度持续加大；2023年1月，中央层面重申房地产行业的国民经济支柱地位。销售端则是“因城施策”调整房贷利率、限购等政策。2023年以来，在前期积压需求集中释放和房企积极推盘作用下，销售端复苏迹象初显，1-3月全国商品房累计销售面积2.99亿平方米，同比下降1.8%；累计销售金额3.05万亿元，同比增长4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正。但房企整体资金面数据尚未呈现趋势性改善，金融机构避险情绪犹存，房企拿地及新开工仍趋于谨慎，2023年一季度，房地产开发投资累计同比下降5.80%，房屋施工面积同比下降5.2%，具体来看，房屋竣工面积同比增长14.70%，而新开工面积则大幅下滑10.20%。整体来看，2023年房地产施工将以保交楼和存量项目为主，房地产行业的投资和新开工的全面好转仍待销售端复苏信号进一步明确及房企销售回款现金流出现实质性改善。

¹ 21世纪经济报道

中证鹏元认为，2023年，建筑业下游需求延续分化态势，基建投资预计维持较高景气度，仍将是拉动建筑业增长的主要动力，但房地产投资和新开工短期内难言显著改善，对建筑业增长的贡献尚待观察。综合考量，我们预计2023年建筑行业将低速增长，铝模板行业作为建筑行业的下游行业，仍将具有一定的发展空间。

2022 年以来铝价相对平稳，但随着铝模板行业竞争的加剧以及行业减利趋势明显，铝加工企业仍面临较大的成本控制压力和营运资金压力

铝模板原材料以铝型材为主，中国作为全球最大的铝挤压材生产国、出口国和消费国，是国际市场重要的铝挤压材供应基地，为我国铝模板行业发展奠定了良好基础。但近年受宏观调控政策、原材料价格和市场供求等多重因素的影响，我国铝价格走势呈现出一定的波动性，铝型材作为铝模板的最主要原材料，其价格波动直接影响企业的生产成本和盈利水平。2022年以来虽然铝价相对平稳，但整体来看，目前铝价仍在高位波动，叠加行业竞争加剧，铝加工企业仍面临较大的成本控制压力和营运资金压力。

图 3 2022 年以来铝价相对平稳



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司在国内模架行业具有一定品牌优势，研发实力仍较强，收入仍主要来自铝模系统的租赁，2022年因公司积极开拓国际市场业务以及装配式预制件产销量增加，收入实现增长

公司主营业务产品类别包括铝模系统²、防护平台³和装配式预制件⁴，主要应用于建筑施工领域，铝模系统和防护平台以租赁为主，少量销售，其中销售包括纯销售和受托翻新，装配式预制构件业务模式

² 也称“铝模”、“铝模板”、“铝合金模板”等。

³ 也称“爬架”、“附着式升降脚手架”、“附着式升降作业安全防护平台”等。

⁴ 也称“PC 构建”、“建筑 PC 构建”、“新型装配式 PC 构件”等。

仅为销售。2022年公司实现营业收入19.30亿元，同比增长30.27%，主要原因是公司积极开拓国际市场业务以及装配式预制件产销量增加；与国内业务的模式不同，公司海外业务收入主要来自铝模系统的销售。

毛利率方面，铝模系统的租赁和销售毛利率水平仍相对较高，防护平台和装配式预制件的毛利率相对较低；2022年受市场竞争加剧价格上涨不明显，叠加原材料波动、人工和运费等成本上升等影响，铝模系统、防护平台的毛利率同比下滑。2022年公司毛利率水平下滑，主要系因毛利率较低的装配式预制件销售收入增长较快所致。2023年一季度，因涉及行业改规，公司的防护平台产品需重新翻新后才能对外租赁，此外一季度是行业淡季普遍出租率较低，受上述因素影响出现亏损。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
铝模系统	24,081.42	63.37%	31.32%	129,341.21	67.03%	33.77%	114,155.58	77.07%	34.80%
防护平台	2,933.57	7.72%	-28.55%	20,222.48	10.48%	17.14%	13,109.89	8.85%	21.16%
装配式预制件	4,032.24	10.61%	14.85%	19,176.99	9.94%	20.13%	3,982.34	2.69%	18.23%
废料	6,039.09	15.89%	23.77%	17,690.19	9.17%	35.34%	14,469.36	9.77%	33.00%
其他	917.52	2.41%	45.19%	6,526.03	3.38%	37.59%	2,399.82	1.62%	2.96%
合计	38,003.84	100.00%	24.09%	192,956.91	100.00%	30.95%	148,117.00	100.00%	32.45%

资料来源：公司提供

公司在国内模架行业具有一定的品牌优势，研发实力较强

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

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

公司在开展研发工作的同时，也不不断强化知识产权布局，2022年研发费用同比增长24.89%，截至2022年12月31日，公司及子公司共拥有知识产权合计数量为241项，较上年同期增加29项，其中实用新型专利203项，外观设计专利10项，发明专利1项，软件著作权27项。截至2022年12月31日，公司共有研发设计人员444人，较上年同期增加57人，占公司总人数的13.01%，研发人员学历中本科及硕士人员的占比为51.13%。

表5 公司研发投入情况

项目	2022年	2021年
研发人员数量（人）	444	387
研发人员数量占比	13.01%	13.30%
研发费用	9,330.25	7,470.65
研发费用占营业收入的比重	4.84%	5.04%

资料来源：公司提供

2022年公司海南基地、江门基地陆续投产，公司产能持续增加，新增产能主要来自防护平台和装配式预制件，目前公司主要在建产能为本期债券募投项目，未来业务规模有望进一步扩大，但产能能否消化具有不确定性，且面临一定资金压力

公司目前以铝模系统、防护平台、装配式预制件为主要产品，铝模系统仍以租赁为主，公司的铝模系统产量中旧板的占比较高，并有利于降低成本。2022年公司通过扩建和技术改造继续扩大产能，产品的产能和产量均实现增长，其中装配式预制件产能和产量增长较快。截至2022年末铝模系统的年产能为320万平方米，防护平台的年产能为20,000.00机位，装配式预制件的年产能为100,000.00立方米。产能利用率方面，受行业竞争加剧影响，2022年铝模系统产能利用率略有下降，但仍保持较好水平；2023年1-3月因处于行业淡季，且防护平台业务受行业改规影响，铝模系统和防护平台产能利用率处于较低水平。

表6 公司主要产品产能、产量和产能利用率情况

产品	项目	2023年1-3月	2022年	2021年
铝模系统	产能（万平方米）	105	320	300
	产量（万平方米）	73.34	285.52	273.41
	其中：新板	26.15	75.16	71.39
	旧板	47.19	210.37	202.02
	产能利用率	69.85%	89.82%	91.14%
防护平台	产能（机位）	6,000.00	20,000.00	14,000.00
	产量（机位）	4,705.00	17,831.00	11,512.00
	产能利用率	78.42%	89.16%	82.23%
装配式预制件	产能（立方米）	20,000.00	100,000.00	26,000.00
	产量（立方米）	18,054.71	85,171.17	18,794.00
	产能利用率	90.27%	85.17%	72.28%

说明：年产能为各月产能数量加总，2023年1-3月产能为2023年1-3月各月产能数量加总。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前产能较大的生产基地位于江西广昌、山东临朐、湖北咸宁、广东开平和海南临高。海南志特装配式建筑及新材料产业园现已完工，铝模系统产品于2022年6月开始投产；江门志特生产基地（二期）建设项目已基本建完，还剩基础设施、装修等工程未完工，该项目已于4月开始陆续投产。随着新建海南基地、江门基地陆续投产，2022年公司各产品的产能和产量均实现增长。截至2023年3月末，

公司重要在建生产基地均系本期债券的募投项目。此外，公司重要在建项目还包括志特集团粤港澳大湾区总部项目，该项目位于中山市翠亨新区，建成后拟用做产业用房、配套用房，公司计划部分自用、部分自营，该项目计划总投资 6.13 亿元，截至 2023 年 3 月末已投 0.83 亿元。

公司在建生产基地投产后预计业务规模将进一步扩大，但需关注的是，如建设期间发生不可预见的因素影响施工进度，项目能否如期竣工存在一定不确定性；此外，下游房地产行业复苏情况仍有待观察，项目建成后能否实现预期收益亦存在不确定性；此外，随着募投项目的投产公司仍有较大采购需求，考虑到目前公司现金流趋紧，仍存在一定资金压力。

表7 截至 2023 年 3 月末公司主要生产基地情况

生产基地	成立时间	生产地址	主要服务市场	主要产品
江西志特	2011 年 12 月	江西广昌	华南、华东、境外	铝模
山东志特	2017 年 5 月	山东临朐	华东、华北	铝模+爬架
江门志特	2018 年 8 月	广东开平	华南	铝模+爬架+PC
海南模架	2022 年 3 月	海南临高	华南	铝模+爬架
湖北志特	2018 年 1 月	湖北咸宁	华中、西南	铝模+爬架
甘肃志特	2021 年 8 月	甘肃定西	西北	铝模
龙川凯瑞	2021 年 10 月	广东龙川	华南	铝模
厦门志特	2022 年 4 月	福建闽清	华南	铝模
马来志特	2015 年 4 月	马来西亚	东盟生产基地	铝模
海南志特	2021 年 1 月	海南临高	华南	PC

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至 2023 年 3 月末公司重要在建生产基地情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	预定投产日期	预计达产产能
江门志特生产基地（二期）建设项目*	26,783.05	19,048.20	7,734.85	2023 年 3 月	年产 30 万平方米铝模系统、10,000 个机位防护平台
重庆志特生产基地（一期）建设项目*	23,522.35	1,361.59	22,160.76	2023 年 7 月	年产 60 万平方米铝模系统、5,000 个机位防护平台
合计	50,305.40	20,409.79	29,895.61	-	-

说明：标“*”为本期债券的募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司收入规模持续增长，铝模系统的租赁业务贡献较大，2022 年境外业务收入大幅增长，但目前下游房地产行业周期承压，需关注公司未来业务的持续增长能力及款项的回收情况

公司营销中心下设国内市场部和国际市场部，采用直销方式，公司一般通过客户介绍、直接推介、投标、行业展会等方式开拓新客户。公司的信用政策系根据市场行情及竞争情况综合制定，此外，公司为控制应收款项风险，主动优化调整客户结构，以开拓央企、大型建筑总包方等客户为主，而该部分客户谈判能力较强，受上述因素影响，2022 年公司应收账款规模及占总资产比重均大幅增长，增速远高于营业收入的增速，给公司的应收款项回收管理带来更大压力。

铝模系统和防护平台的业务模式仍以租赁为主，2022年随着公司在建生产基地的陆续投产、以及加大防护平台和装配式预制件业务规模，各产品的产能和销量继续增长，其中防护平台、装配式预制件的产能增长较快，产销率整体保持良好水平。2023年1-3月因受行业改规影响，且处于行业淡季，防护平台产销率处于较低水平。

表9 公司主要产品产量、销量和产销率情况

产品	业务类别	项目	2023年1-3月	2022年	2021年
铝模系统	销售	产量（万平方米）	7.82	30.46	24.21
		销售出库面积（万平方米）	7.70	30.19	24.21
		产销率	98.51%	99.13%	100.00%
	租赁	产量	65.52	255.06	249.20
		租赁出库面积（万平方米）	64.71	255.10	249.21
		出租率（产销率）	98.76%	100.01%	100.01%
防护平台	销售/租赁	产量（机位）	4,705.00	17,831.00	11,512.00
		销售/租赁出库数量（机位）	2,422.00	16,385.00	9,449.00
		产销率	51.48%	91.89%	82.08%
装配式预制件	销售	产量（立方米）	18,054.71	85,171.17	18,794.00
		销售出库数量（立方米）	17,955.44	85,640.16	15,430.80
		产销率	99.45%	100.55%	82.10%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司铝模系统、防护平台的租赁收入均保持增长，租赁单价均实现了小幅增长。但受市场原材料波动，人工和运费等成本上升等影响，2022年铝模系统、防护平台的毛利率仍同比下滑。此外随着行业发展竞争加剧，铝模板行业减利趋势明显，有可能进一步压缩公司的利润空间。

表10 公司主要产品的租赁数量、租赁价格情况

产品	项目	2023年1-3月	2022年	2021年
铝模系统	租赁收入（万元）	17,998.27	101,816.56	99,562.29
	租赁收入面积（万平方米）	882.45	5,631.20	5,839.23
	租赁单价（元/平方米）	20.40	18.08	17.05
防护平台	租赁收入（万元）	2,933.57	19,679.48	12,588.77
	租赁收入面积（万平方米）	62.98	388.20	272.41
	租赁单价（元/平方米）	46.58	50.69	46.21

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

资料来源：公司提供

公司客户主要包括建筑企业和房地产企业，与中建、中铁、中冶等国内大型建筑总包方和区域建筑总包方保持良好合作关系，2022年前五大客户销售金额占营业收入的占比增长至29.71%，同比增长5.54个百分点，其中第一大客户的集中度大幅提升，主要系与其加大了装配式预制件业务规模；虽然主要客户以央企客户为主，但公司对第一大客户依赖度较高，其较高的议价能力也对公司的账期管理提出更高

要求。受建筑业下游房地产行业周期承压且房企风险事件频发等影响，建筑业及地产企业的经营压力较大，此外，2022年公司的应收款项规模大幅增长，需关注公司未来业务的持续增长能力和应收款项的回收及坏账风险。

表11 公司向前五大客户销售情况（单位：万元）

期间	客户名称	货物名称	销售金额	占比
2023年1-3月	客户A	铝模系统、防护平台、装配式预制件	7,669.36	20.18%
	客户B	铝模系统	2,555.66	6.72%
	客户C	铝模系统、防护平台、装配式预制件	1,129.84	2.97%
	客户D	废铝	1,044.19	2.75%
	客户E	废铝	1,009.84	2.66%
	合计	-	13,408.90	35.28%
2022年	客户A	铝模系统、防护平台、装配式预制件	43,695.84	22.65%
	客户B	铝模系统、防护平台、装配式预制件	3,713.65	1.92%
	客户C	铝模系统、防护平台、装配式预制件	3,506.83	1.82%
	客户D	铝模系统、防护平台	3,402.71	1.76%
	客户E	废铝	3,007.81	1.56%
	合计	-	57,326.85	29.71%
2021年	客户A	铝模系统、防护平台、装配式预制件	22,635.58	15.28%
	客户B	铝模系统、防护平台	4,774.74	3.22%
	客户C	铝模系统、防护平台	3,811.25	2.57%
	客户D	废铝	2,330.16	1.57%
	客户E	废铝	2,246.77	1.52%
	合计	-	35,798.50	24.17%

说明：废铝主要为铝模系统生产加工、旧模板翻新过程所产生，主要通过直接对外销售和委托加工成铝型材自用两种模式进行处理。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域看，公司收入主要仍来源于华南、华东和华中经济较为发达的区域，2022年在华南、华东、华中的收入合计占比为75.27%，同时公司在国内业务布局逐步完善，大力拓展西南、西北等各地业务。此外，伴随大型建筑总包方“一带一路”的“出海战略”，公司业务也向境外如新加坡、马来西亚等国家和地区不断延伸拓展。2022年公司境外业务收入大幅增长，境外业务主要为铝模系统的租赁及销售，其中大部分收入来自于销售，产品主要由境内生产出口至当地。随着公司境外业务的发展，也面临一定的信用风险和汇率风险。

表12 公司主营业务收入按项目所在地区划分情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华南	13,803.39	43.81%	81,951.26	47.45%	64,491.48	49.01%
华东	5,021.10	15.94%	30,368.25	17.58%	21,607.13	16.42%

华中	2,476.73	7.86%	17,680.79	10.24%	17,234.91	13.10%
西南	1,718.60	5.45%	9,609.38	5.56%	4,966.25	3.77%
华北	766.61	2.43%	2,535.22	1.47%	7,398.02	5.62%
东北	-6.70	-0.02%	177.61	0.10%	2,836.97	2.16%
西北	772.55	2.45%	3,650.05	2.11%	951.87	0.72%
境外	6,957.42	22.08%	26,750.66	15.49%	12,103.26	9.20%
合计	31,509.70	100.00%	172,723.23	100.00%	131,589.90	100.00%

说明：1、2023年1-3月东北地区销售额为负数系本期未发生新业务，仅为以前年度结算调整所致；2、部分年度合计数因四舍五入原因存在尾差。

资料来源：公司提供

2022年因以销售模式为主的装配式预制件收入大幅增长，料工费成本大幅增加，对公司的原材料和人工成本控制提出更高要求

公司的租赁项目成本主要为折旧摊销，销售项目的成本主要为料工费，2022年公司租赁项目的折旧摊销占营业成本比重为50.92%，同比下降10.97个百分点，销售项目的料工费占营业成本比重为24.14%，同比增长9.69个百分点，销售项目的料工费成本占比增加，主要系因当期以销售模式为主的装配式预制件收入大幅增长所致。

公司铝模系统生产所需要的主要原材料为铝型材，铝型材的采购单价参考同期市场铝锭单价（如南海有色（灵通）、长江/上海有色铝价）加铝型材加工费，加工费价格占铝型材价格比重大致在15%-30%区间范围内。2022年公司铝型材采购价格变动不大。

表13 公司铝型材采购数量及价格变动趋势

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
单价（元/千克）	19.51	20.92	19.63
数量（吨）	8,109.85	22,243.06	21,133.70
金额（万元）	15,821.62	46,522.16	41,485.70

说明：金额及单价为不含税。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍采取“以产定购”的采购模式，采购管理部根据生产计划、安全库存、供应商交期等因素综合考虑，直接向供应商采购所需物料。公司对供应商采购一般会有一定账期，根据约定的付款方式通过银行转账、承兑汇票支付货款。公司通过OA系统、ERP系统对采购需求、合同评审、订单、仓储、付款等环节进行全程有效控制。公司供应商合作关系比较稳定，2022年公司前五大供应商集中度占比为31.44%，同比减少5.86个百分点，供应商集中度降低。

表14 公司前五大供应商情况（万元）

期间	客户名称	货物名称	销售金额	占比
2023年1-3月	供应商A	铝型材	5,726.98	19.25%
	供应商B	铝型材	3,150.44	10.59%

2022年	供应商 C	铝型材	1,733.10	5.83%
	供应商 D	铝型材	1,716.25	5.77%
	供应商 E	铝型材	1,017.66	3.42%
	合计	-	13,344.44	44.86%
	供应商 A	铝型材	14,290.28	12.92%
	供应商 B	铝型材	6,796.25	6.14%
	供应商 C	铝型材	4,984.57	4.51%
	供应商 D	铝型材	4,469.97	4.04%
	供应商 E	铝型材	4,233.48	3.83%
	合计	-	34,774.54	31.44%
2021年	供应商 A	铝型材	14,041.09	16.62%
	供应商 B	铝型材	6,785.96	8.03%
	供应商 C	铝型材	4,203.88	4.98%
	供应商 D	铝型材	3,247.00	3.84%
	供应商 E	抛丸、喷粉	3,230.54	3.82%
	合计	-	31,508.47	37.30%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

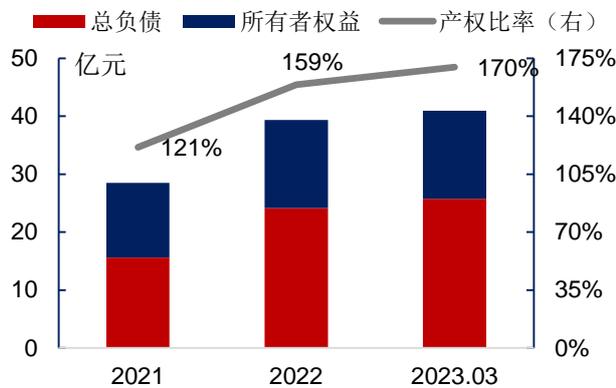
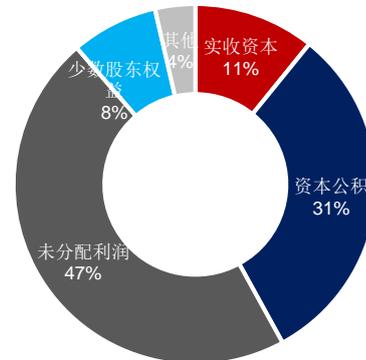
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及公司2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围变化情况详见表2。

资本实力与资产质量

公司资产规模保持快速增长，资产主要以出租用铝模系统、防护平台、应收款项和在建厂房为主，随着下游房地产市场周期承压以及公司业务规模的不断扩大，2022年公司应收账款规模快速增长，面临一定的营运资金压力和坏账风险，需持续关注回款情况

伴随公司利润累计，2022年所有者权益小幅增长，但当期总负债规模大幅增长，同比增长54.54%，受此影响，截至2023年6月末公司产权比率增长至169.64%，所有者权益对负债的保障能力较弱。

图 4 公司资本结构

图 5 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022 年公司的总资产规模大幅增长，其中应收账款和固定资产规模增速较快。2022 年应收账款同比增长 105.92%，当期末占总资产的比重增长至 25.70%，主要系由于地产行业周期下行及公司客户结构调整。2022 年末，应收账款计提坏账 0.86 亿元，计提比例为 7.84%，账龄仍以 1 年以内（含 1 年）为主，占比为 79.23%；期末前五名客户应收账款余额的占比为 44.31%，其中第一大客户为央企建筑总包方，期末余额占比为 35.86%，占比较高；除第一大客户以外，公司应收账款集中度一般，但需持续关注应收账款的回收风险。固定资产主要由办公及生产经营活动所使用的厂房、出租用铝模系统和防护平台等构成，占总资产规模占比较大，均为生产经营所必备的资产，随着公司业务发展规模继续增长，期末出租用铝模系统为 9.07 亿元，防护平台为 2.81 亿元，规模均同比增长。

存货主要为在产品和原材料，2022 年随着公司业务规模的增长，其结存规模也逐步增长。在建工程主要为在建的厂房、办公楼等。

2022 年末货币资金规模有所增长，受限资金包括银行承兑汇票保证金 0.69 亿元、履约保证金 36.81 万元。2022 年末，公司受限资产的账面价值为 3.78 亿元，主要为无形资产中的土地、固定资产和货币资金等。

表 15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.27	5.54%	2.17	5.51%	1.91	6.69%
应收账款	9.72	23.75%	10.11	25.70%	4.91	17.22%
存货	3.74	9.15%	2.89	7.36%	2.31	8.09%
流动资产合计	18.44	45.06%	16.90	42.98%	10.65	37.36%
固定资产	16.20	39.58%	16.38	41.63%	13.94	48.87%
在建工程	3.05	7.46%	2.77	7.03%	1.33	4.67%

非流动资产合计	22.49	54.94%	22.43	57.02%	17.86	62.64%
资产总计	40.94	100.00%	39.33	100.00%	28.51	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

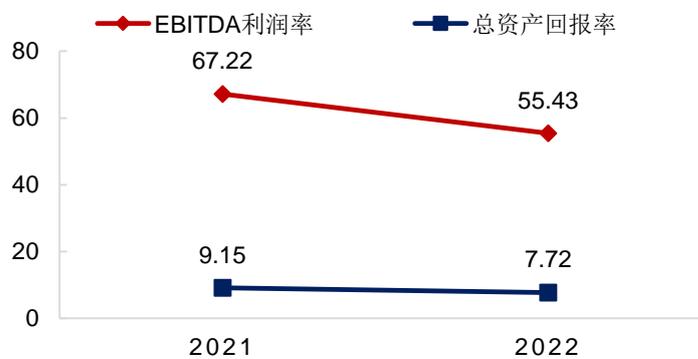
盈利能力

2022年公司积极开拓境外业务和装配式预制件业务，营业收入保持增长，但毛利率较低的装配式预制件销售收入增长较快，毛利率有所下滑，此外信用减值损失对利润形成一定侵蚀

2022年公司营业收入同比增长30.27%，其中装配式预制件销售收入同比增长381.55%；境外业务实现收入2.91亿元，同比增长109.09%。但由于装配式预制件销售的毛利率水平与铝模系统的出租相比较低，且公司面临一定来料工费、运输等成本上升压力，营业成本涨幅较大，EBITDA利润率同比下滑。此外，2022年公司的信用减值损失为0.59亿元，主要为应收账款坏账损失，同比大幅增加，对公司的利润形成一定侵蚀。随着公司总负债规模的快速增长，总资产规模涨幅较大，2022年总资产回报率有所下降。

考虑到公司的主要原材料为铝型材，铝锭市场价格具有一定的波动性，若未来上游原材料价格上涨，公司盈利能力将受到不利影响。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

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

公司总债务规模大幅增长，2023年3月末为16.08亿元，占总负债的比重达到62.45%，比重进一步加大。公司的短期借款和长期借款均为银行借款，2022年均大幅增长，融资成本在2.48%~ 5.50%之间；随着公司业务规模扩张以及票据结算规模增加，2022年以来应付票据规模亦大幅增长；此外，公司2023年发行本期债券“志特转债”，发行规模6.14亿元，上市日期为2023年4月21日。

公司总债务以短期债务为主，2022年以来短期债务占比仍较高，截至2023年3月末，短期债务规模持续增长至11.00亿元，占总债务的占比达到68.39%。

公司应付账款主要系应付的材料采购款、工程款等，2022年规模持续增长；合同负债主要为公司按合同约定收取的客户预付款项；其他应付款主要系应付单位往来款、预提费用等；其他流动负债主要系预收税金及背书未终止确认的应收票据。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.61	21.77%	6.26	25.93%	3.67	23.48%
应付票据	3.39	13.17%	1.95	8.09%	1.66	10.61%
应付账款	4.20	16.31%	4.34	17.98%	2.28	14.57%
合同负债	1.96	7.62%	1.80	7.47%	2.06	13.21%
其他应付款（合计）	1.45	5.63%	1.61	6.69%	1.46	9.34%
流动负债合计	19.94	77.44%	18.84	78.03%	13.19	84.40%
长期借款	4.93	19.14%	4.50	18.63%	2.21	14.16%
非流动负债合计	5.81	22.56%	5.30	21.97%	2.44	15.60%
负债合计	25.75	100.00%	24.15	100.00%	15.62	100.00%
总债务合计	16.08	62.45%	14.29	59.19%	8.59	55.00%
其中：短期债务	11.00	42.71%	9.65	39.95%	6.27	40.12%
长期债务	5.08	19.74%	4.64	19.24%	2.33	14.89%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于应收账款及对外采购付款增加，导致公司2022年经营活动现金净流量较上期出现较大幅度下降，经营活动现金流转为大额净流出；公司目前仍处于业务处于快速发展阶段，对生产场地、设备和厂房投入较多，2022年投资活动现金流依然为净流出状态；公司日常经营及投资所需现金主要通过筹资活动进行弥补，2022年公司加大融资力度，筹资活动现金净流入4.57亿元。2022年受益于公司营业利润和EBITDA保持增长，FFO规模较上期有所增长。

由于公司加大融资力度，2022年资产负债率进一步增长至61.39%，杠杆水平较高；同时债务规模的大幅增长，亦导致净债务/EBITDA、总债务/总资本、FFO/净债务指标均同比弱化，公司的债务压力持续加大。2022年EBITDA利息保障倍数虽大幅下降，但仍保持较好水平。

表17 公司现金流及杠杆状况指标

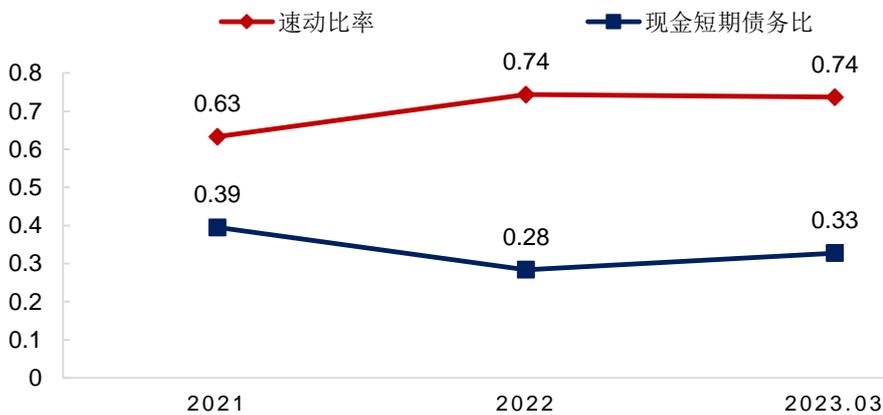
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	0.15	-2.25	1.73
FFO(亿元)	--	9.08	8.85
资产负债率	62.91%	61.39%	54.79%
净债务/EBITDA	--	1.12	0.65

EBITDA 利息保障倍数	--	22.18	41.47
总债务/总资本	51.44%	48.48%	40.00%
FFO/净债务	--	75.58%	136.79%
经营活动现金流/净债务	1.16%	-18.76%	26.68%
自由活动现金流/净债务	-0.17%	-37.27%	-24.75%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年由于公司应收账款涨幅较大，速动比率提升至0.74，此外，短期债务的大幅增长导致现金短期债务比降低至0.28，短期债务比和速动比率继续维持较低水平，短期偿债压力仍较大。截至2023年3月末，公司获得银行授信额度21.18亿元，其中尚未使用额度6.76亿元，作为A股上市公司，公司可以通过直接融资渠道融资，具备一定的融资弹性。

图 7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

2022年9月，公司因未对负责承建的“龙德健康大厦1栋、2栋工程附着式升降脚手架工程”进行施工监测和安全巡视，被深圳市龙岗区住房和建设局处以罚款2万元。根据公司提供的说明，公司已于2022年9月22日缴纳罚款，并对项目进行安全整改，整改已完成。

2022年9月，公司因未对承建的“信义御元山居1栋、2栋、3栋、4栋工程”按规定进行施工监测和安全巡视等情况，被深圳市龙岗区住房和建设局处以罚款2万元。根据公司提供的说明，公司已于2022年10月13日缴纳罚款，并对项目进行安全整改，整改已完成。

2023年2月，公司因专业分包施工的海尔大云姑SF0604-305地块项目住宅部分2标段过程中，现场存在爬架部分防倾撑杆设置不到位，架体堆放大量物料未及时清理，2处支座设置与方案不符等3条安全隐患，被青岛市住房和城乡建设局处以1万元罚款。根据公司提供的说明，公司已于2023年3月9日缴纳罚款，并对项目安全隐患进行整改，整改已完成。

公司治理

公司于2023年5月发布公告称，王卫军先生因个人原因申请辞去公司董事、财务总监及董事会战略与发展委员会委员职务，沈长生先生因个人原因申请辞去公司独立董事及董事会提名委员会主任委员职务。王卫军先生、沈长生先生原定任期为2021年11月11日至2024年11月10日，辞去前述职务后将不再担任公司及控股子公司任何职务。

公司于2023年5月10日召开第三届董事会第十二次会议，审议通过了《关于补选公司第三届董事会非独立董事的议案》《关于补选公司第三届董事会独立董事的议案》，经董事会提名委员会审查通过，董事会同意提名邹勇辉先生为第三届董事会非独立董事候选人，提名张少芳女士为第三届董事会独立董事候选人，邹勇辉先生当选非独立董事后，将同时担任第三届董事会战略与发展委员会委员，张少芳女士当选独立董事后，将同时担任第三届董事会提名委员会主任委员。

公司于2023年5月10日召开第三届董事会第十二次会议，审议通过了《关于聘任高级管理人员的议案》《关于公司部分高级管理人员职务调整的议案》。经董事会提名委员会审查通过，公司董事会同意聘任邹勇辉先生为副总裁兼财务总监，聘任温玲女士为副总裁；同意将连洁先生职务由国际营销中心总经理调整为副总裁，将江炉平先生职务由国内营销中心总经理调整为总裁助理，本次调整后，连洁先生及江炉平先生仍为公司的高级管理人员。

李润文先生因个人原因申请辞去公司总裁助理职务，其原定任期为2021年11月11日至2024年11月10日。李润文先生的辞职报告自送达董事会之日起生效，辞去前述职务后，其仍在公司担任董事职务。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日期：2023年5月22日）、子公司江门志特新材料科技有限公司（查询日期：2023年5月22日）、子公司海南志特新材料有限公司（查询日期：2023年5月22日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（三）或有事项分析

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

根据公司提供的说明，公司目前的未决诉讼（含已判决但未执行完毕）为23宗，公司均为案件原告，其中境内案件涉案金额合计为人民币0.31亿元，此外还涉及新加坡和马来西亚的4宗案件，单个案件金额不大，案件主要为铝模板租赁合同纠纷。公司存在较多铝模板租赁合同纠纷，部分租赁款项存在回收风险。

十、结论

公司在模架行业具有一定的品牌优势，研发实力仍较强；随着新建海南基地、江门基地扩大产能的陆续投产，公司产品产能进一步扩张，营收规模实现较快增长，2022年营业收入同比增长30.27%。但公司下游房地产行业复苏情况仍有待观察，对铝模板行业发展带来一定不利影响，2022年公司应收账款规模大幅增长，且计提信用减值损失0.55亿元，对利润形成一定侵蚀，需持续关注应收账款的回收进度和减值风险。公司总债务大幅增长，截至2023年3月末，总债务规模增长至16.08亿元，公司的杠杆水平进一步提升，且偿债指标弱化，短期债务比重较大，债务压力持续加大；此外，公司的在建项目面临一定资金压力和收益不确定风险。

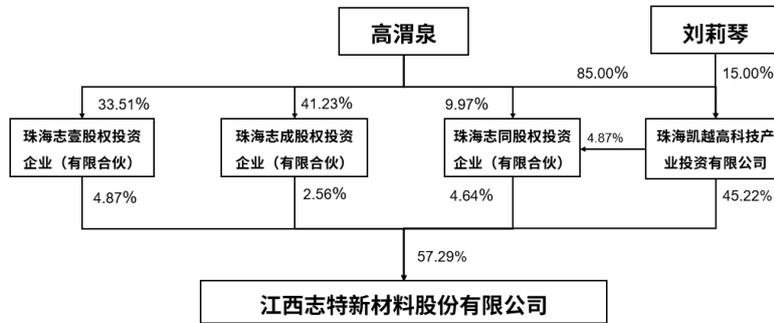
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“志特转债”的信用等级为A+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
应收账款	9.72	10.11	4.91	2.85
应收票据及应收账款	10.33	10.49	5.21	3.03
流动资产合计	18.44	16.90	10.65	7.62
固定资产	16.20	16.38	13.94	10.81
非流动资产合计	22.49	22.43	17.86	12.82
资产总计	40.94	39.33	28.51	20.45
短期借款	5.61	6.26	3.67	4.12
应付账款	4.20	4.34	2.28	1.89
应付票据	3.39	1.95	1.66	1.14
流动负债合计	19.94	18.84	13.19	11.38
长期借款	4.93	4.50	2.21	1.83
非流动负债合计	5.81	5.30	2.44	1.96
负债合计	25.75	24.15	15.62	13.34
总债务	16.08	14.29	8.59	7.65
所有者权益	15.18	15.19	12.89	7.11
营业收入	3.80	19.30	14.81	11.20
营业利润	0.01	2.15	2.01	2.12
净利润	-0.01	1.83	1.75	1.79
经营活动产生的现金流量净额	0.15	-2.25	1.73	1.00
投资活动产生的现金流量净额	-0.71	-2.04	-2.90	-1.28
筹资活动产生的现金流量净额	0.34	4.57	1.33	1.15
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	--	10.69	9.96	6.70
FFO	--	9.08	8.85	5.38
净债务	12.58	12.02	6.47	5.46
销售毛利率	24.09%	30.95%	32.45%	40.98%
EBITDA 利润率	--	55.43%	67.22%	59.86%
总资产回报率	--	7.72%	9.15%	13.64%
资产负债率	62.91%	61.39%	54.79%	65.23%
净债务/EBITDA	--	1.12	0.65	0.82
EBITDA 利息保障倍数	--	22.18	41.47	23.48
总债务/总资本	51.44%	48.48%	40.00%	51.83%
FFO/净债务	--	75.58%	136.79%	98.48%
速动比率	0.74	0.74	0.63	0.52
现金短期债务比	0.33	0.28	0.39	0.44

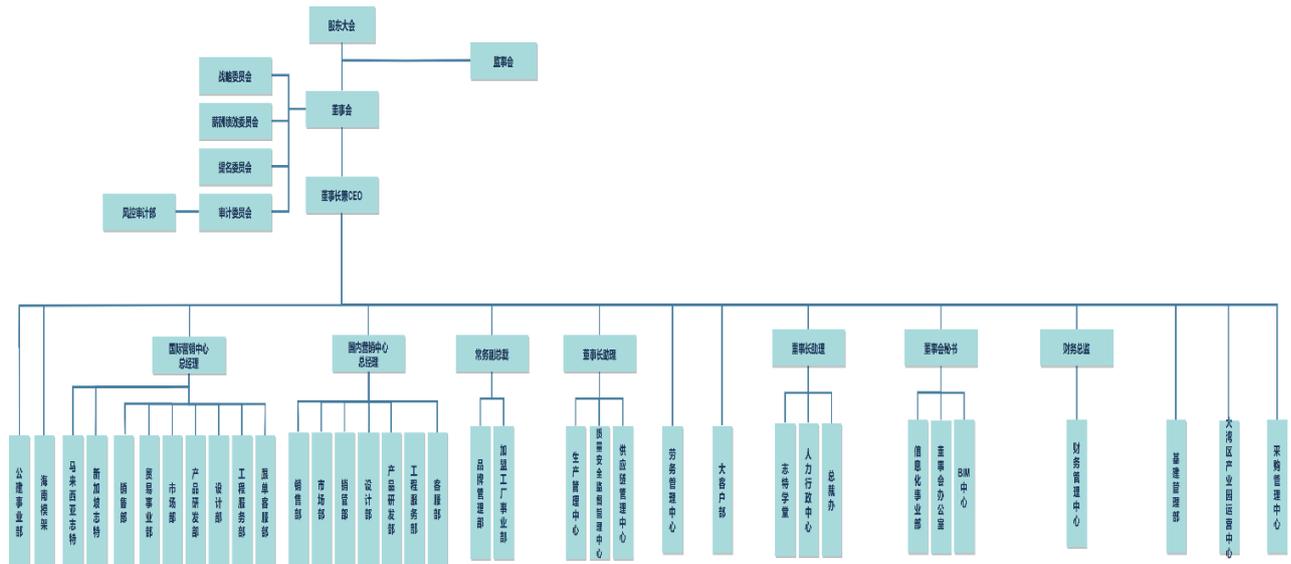
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月）



注：高渭泉、刘莉琴夫妇持有珠海凯越 100.00% 的股权，为公司实际控制人。珠海凯越持有珠海志同 4.87% 的合伙份额并担任其执行事务合伙人，高渭泉先生持有珠海志壹 33.51% 的合伙份额并担任其执行事务合伙人，持有珠海志同 9.97% 的合伙份额且由珠海凯越担任执行事务合伙人，持有珠海志成 41.23% 的合伙份额并担任其执行事务合伙人，故珠海凯越、珠海志壹、珠海志同、珠海志成均受高渭泉先生实际控制，构成一致行动关系。除此之外，公司未知其他股东之间是否存在关联关系或为一致行动人。
资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	业务性质	注册资本	持股比例
上海志特建筑科技有限公司	销售	1000 万元	100.00%
江西志特铝模板技术研发有限公司	研发、销售租赁	200 万元	100.00%
GETOGLOBALCONSTRUCTIONTECHMALAYSIASDN.BHD（志特全球建筑科技（马来西亚）有限公司）	生产、销售租赁	100 万马来西亚令吉	100.00%
GETOGLOBALSINGAPOREPTE.LTD.（志特全球新加坡私人有限公司）	销售	30 万新加坡元	100.00%
广东志特新材料科技有限公司	运营总部	10000 万元	100.00%
广东志特新材料集团有限公司	运营子公司	6000 万元	100.00%
山东志特新材料科技有限公司	生产销售、租赁	10000 万元	100.00%
湖北志特新材料科技有限公司	生产销售、租赁	6000 万元	75%
湖南万百源建筑工程有限公司	生产销售	3000 万元	49.50%
江门志特新材料科技有限公司	生产销售	20000 万元	100.00%
湖南志特新材料科技有限公司	销售	200 万元	100.00%
GETOFORMWORK&SCAFFOLDING(CAMBODIA)CO.,LTD.	未开展实际经营	50 万美元	100.00%
海南志特新材料有限公司	生产销售	10000 万元	83.50%
湖北万百源建筑工程有限公司	生产销售、租赁	5000 万元	49.50%
山东志特新材料有限公司	生产销售、租赁	5000 万元	100%
重庆志特新材料科技有限公司	生产销售、租赁	10000 万元	100%
甘肃志特新材料科技有限公司	生产销售、租赁	10000 万元	60%
广东凯瑞模架科技有限公司	生产销售、租赁	10000 万元	51%
凯瑞模架科技（龙川）有限公司	生产销售、租赁	5000 万元	51%
海南志特装配科技有限公司	生产销售	5000 万元	51%
海南志特模架科技有限公司	生产销售、租赁	5000 万元	100%
厦门志特新材料科技有限公司	生产销售、租赁	1000 万元	75%
江门志特装配式建筑有限公司	生产销售、租赁	5000 万元	75.99%
湖北志特新材料有限公司	生产销售、租赁	5000 万元	75%

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

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

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

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

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

四、展望符号及定义

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