

江西志特新材料股份有限公司相 关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【664】号 01



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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

江西志特新材料股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
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

本次等级的评定是考虑到：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）公司在国内模架行业具有一定的品牌影响力，与下游客户合作较为稳定，近年公司大力拓展海外市场，2024年毛利率较高的海外业务快速增长，拉动销售毛利率提升，净利润实现扭亏为盈。但同时中证鹏元也关注到，公司应收账款规模仍较大，当前铝模板行业下游建筑及房地产行业资金面仍偏紧，公司应收账款面临较大的回款及减值压力；2024年以来公司短期债务规模及占比大幅增长，短期债务的滚续压力显著增加；此外，公司在建项目面临较大资金压力，目前铝模板行业仍面临下游需求阶段性萎缩现状，新增产能的消化情况存在较大不确定性。

评级日期

2025年6月27日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	54.86	54.56	50.68	39.33
归母所有者权益	17.10	15.23	15.03	13.99
总债务	25.76	27.15	23.04	14.29
营业收入	5.56	25.26	22.38	19.30
净利润	0.25	0.86	-0.36	1.83
经营活动现金流净额	1.16	0.31	-4.75	-2.25
净债务/EBITDA	--	1.69	1.47	1.09
EBITDA 利息保障倍数	--	11.26	11.81	22.84
总债务/总资本	58.00%	61.83%	58.44%	48.48%
FFO/净债务	--	47.39%	52.53%	78.23%
经营活动现金流净额/净债务	6.56%	1.51%	-29.73%	-18.76%
EBITDA 利润率	--	47.36%	48.55%	57.07%
总资产回报率	--	2.98%	0.81%	7.72%
速动比率	0.85	0.88	0.98	0.74
现金短期债务比	0.45	0.43	0.58	0.28
销售毛利率	28.08%	25.38%	21.49%	30.95%
资产负债率	66.00%	69.28%	67.68%	61.39%

资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人： 谢海琳
 xiehl@cspengyuan.com

项目组成员： 赵婧
 zhaoj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话： 0755-82872897

正面

- **公司与下游客户合作较为稳定，得益于海外业务快速增长，2024 年净利润扭亏为盈。**公司在国内模架行业具有一定的品牌影响力，与国内大型建筑工程总承包建立较稳定的业务合作。2024 年以来，随着募投项目部分投产，铝模系统、装配式预制件产能增长，同时减少毛利率较低的防护平台，公司产能结构得到优化。近年公司加大毛利率较高的海外业务拓展力度，2024 年公司实现境外收入 5.20 亿元，同比增长 41.85%，带动公司毛利率同比增长。2024 年公司业绩保持增长，实现净利润 0.86 亿元，同比扭亏为盈。

关注

- **公司短期债务压力持续加大。**公司营运及投资资金增量需求仍较为依赖外部融资，2025 年 3 月末公司总债务增长至 25.76 亿元，已超 2024 年营业收入规模，其中短期债务占比增长至 70.01%，短期债务的规模及占比大幅增加，且 2024 年新增 1 笔约 0.60 亿元的融资租赁借款，现金短期债务比仍处于较低水平，公司短期债务的滚续压力显著增加。
- **公司应收款项仍面临较大的回收风险及减值压力。**随着公司业务规模扩张及应收账款账龄增长，2024 年应收款项（应收账款和应收票据）继续增长，期末占总资产占比为 30.74%，规模较大，因下游客户回款周期变长，部分客户回款不及预期，2024 年公司计提信用减值损失 1.28 亿元，同比大幅增长 45.05%。当前铝模板行业下游建筑及房地产行业资金面仍偏紧，需持续关注未来公司应收账款回款情况及对公司盈利能力、现金流的影响。
- **需持续关注在建产能投产后的产能消化情况。**截至 2025 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，公司近年持续扩大产能，但当前下游市场需求承压，且公司目前产能仍有一定富余，新增产能的后续消化情况存在较大不确定性，其中装配式预制件产能消化压力相对更大。

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，近年加大海外市场拓展力度，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）

指标	志特新材（300986.SZ）	闽发铝业（002578.SZ）	海南华铁（603300.SH）
总资产	54.56	23.33	233.04
营业收入	25.26	22.29	51.71
净利润	0.86	0.21	6.28
资产负债率（%）	69.28	34.57	72.95
销售毛利率（%）	25.38	6.08	43.17
2024 年铝模板业务收入	14.77	0.46	-
2023 年铝模板业务收入	13.78	0.81	-
2024 年铝模板业务毛利率	30.05%	17.07%	-
2023 年铝模板业务毛利率	25.02%	38.58%	-

注：1、以上各指标均为 2024 年年报数据；2、海南华铁（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，2024 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 2023 年末华铁应急铝合金模板保有量为 95.56 万方，同比增长 7.51%，铝模板租赁业务规模较小。

资料来源：Wind，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_2023V1.0
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
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。

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	6.1403	3.24	2024-11-18	2029-03-31

注：以上债券余额截止日期为 2025 年 6 月 26 日。

一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年3月31日公开发行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）建设项目及补充流动资金；2024年9月，公司新增募投项目装配式产业园项目（该项目位于惠州市龙门县）。截至2025年4月，志特转债（以下简称“本期债券”）募集资金专项账户余额为0.29亿元，公司使用本期债券闲置募集资金购买理财产品0.70亿元。

2025年4月，公司发布公告，截至2025年3月末，募投项目“重庆志特生产基地（一期）建设项目”已达到预定可使用状态，公司将该项目结项，并将节余募集资金1,792.02万元（含利息及理财收益，最终金额以实际结转时募集资金专户余额为准）永久补充流动资金。

本期债券2023年10月9日开启转股申报程序，截至2025年6月26日，本期债券累计因回售及转股减少金额2.90亿元。2025年5月23日本期债券的转股价格调整至8.86元/股。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。2024年以来，因公司实施限制性股票激励计划及可转债转股，截至2025年3月末，公司股本增长至2.62亿股。2024年7月，公司控股股东珠海凯越高科技产业投资有限公司（以下简称“珠海凯越”）以协议转让的方式向微积分3号私募证券投资基金转让其持有的公司无限售条件流通股12,318,562股。因股份转让、限制性股票激励计划实施、可转债转股等原因，截至2025年3月末，控股股东珠海凯越¹的持股比例较去年同期的45.07%下降至37.65%，公司实际控制人高渭泉、刘莉琴夫妇通过多家有限合伙企业合计可控制公司股份表决权的占比由57.09%下降至48.97%；截至2025年3月末实控人和控股股东股票无质押或冻结情形。

表1 截至 2025 年 3 月末，公司前五名股东持股情况（单位：股）

序号	股东名称	持股比例	持股数量
1	珠海凯越高科技产业投资有限公司	37.65%	98,718,937
2	上海微积分私募基金管理有限公司—微积分 3 号私募证券投资基金	4.70%	12,318,562
3	珠海志壹股权投资企业(有限合伙)	4.56%	11,957,110
4	珠海志同股权投资企业(有限合伙)	4.34%	11,390,720
5	珠海志成股权投资企业(有限合伙)	2.40%	6,293,216
合计	-	53.65%	140,678,545

注：故珠海凯越高科技产业投资有限公司、珠海志壹股权投资企业（有限合伙）、珠海志同股权投资企业（有限合伙）、珠海志成股权投资企业（有限合伙）均受高渭泉先生实际控制，构成一致行动关系。

资料来源：公司 2025 年一季报，中证鹏元整理

¹ 高渭泉、刘莉琴夫妇持有珠海凯越高科技产业投资有限公司 100.00%的股权。

2024年11月公司完成董事会、监事会换届选举及聘任高级管理人员，其中，李真先、BENJAMIN ZHAI（翟斌）、潘文才、郭晓红为新任董事，具体变动情况如下表；此次董事会选举完成后，公司董事会人数仍为9人，变动人数为4人，变动人数超过三分之一。

表2 公司 2024 年董事会人员变动情况

变更前		变更后	
姓名	职位	姓名	职位
高渭泉	董事长	高渭泉	董事长
温玲	非独立董事	温玲	非独立董事
李润文	非独立董事	李真先	非独立董事
刘岩	非独立董事	郭凤霞	非独立董事
付小平	非独立董事	刘岩	非独立董事
郭凤霞	非独立董事	BENJAMIN ZHAI（翟斌）	非独立董事
刘帅	独立董事	张少芳	独立董事
王明强	独立董事	潘文才	独立董事
张少芳	独立董事	郭晓红	独立董事

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

公司是一家专注于绿色新型建筑模架、装配式建筑、模块化房屋及相关新能源等业务，集产品研发、设计、生产、租售、技术服务为一体的综合型企业，产品涵盖建筑模架（铝模、钢模、钢框木模、地下室模板、工业模板早拆体系、台模、清水混凝土模架、公基建类模架）、装配式建筑（PC、钢结构）及模块化房屋（PC、钢结构）等，国内生产基地主要位于江西广昌、湖北咸宁、江门开平、海南临高、重庆潼南等地，此外在马来西亚设立工厂。2024年公司收购广东志特钢结构有限公司，拓展钢结构产品业务。截至2024年末，公司主要子公司情况详见下表。

表3 公司的主要子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例	主要产品/业务	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
湖北志特新材料科技有限公司	75%	铝模系统	3.71	2.56	2.44	0.58	0.49
江门志特新材料科技有限公司	100%	铝模系统、防护平台、建筑PC构件	11.96	5.87	7.04	0.29	0.25
海南志特模架科技有限公司	100%	铝模系统	1.72	0.60	1.31	0.19	0.16
广东志特新材料科技有限公司	100%	铝模系统的出口	2.85	0.70	0.90	0.04	0.13
GETO GLOBAL CONSTRUCTION TECH MALAYSIA SDN.BHD.	100%	铝模系统的加工及销售等	3.18	0.30	1.51	0.14	0.11
广东志特钢结构有限公司	75%	钢结构	0.57	0.18	0.46	0.13	0.10
重庆志特新材料科技有限公司	75%	铝模系统	4.14	0.17	1.27	-0.35	-0.24

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩大内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

铝模板行业竞争格局分散，当前下游建筑行业基本面仍整体偏弱，铝模板行业需求阶段性萎缩，产品价格下探，行业竞争加剧，回款压力加大，铝价波动亦加大铝加工企业成本控制压力，受下游需求波动和成本压力的双重挤压，行业延续减利趋势，布局海外市场将是行业未来主要的发展方向之一

铝模板行业竞争格局分散，近年在行业需求阶段性萎缩、竞争加剧背景下，行业规模持续缩小。铝模板行业集中度不高，形成了“大行业，小企业”的行业特征，市场竞争较为激烈。据中国基建物资租赁承包协会统计，2024年，全国建筑市场现有铝合金模板总量5,900万平方米，同比继续下降8.0%；全国铝模板租赁及销售收入合计约260亿元，同比下降12.9%；2024年全国建筑铝合金模板企业共有近200家，较2023年相比下降33.3%，中小企业退出行业的趋势继续延续。2024年铝模板行业企业收入2亿元以上占比34.5%，同比下降12.2个百分点，头部企业业绩亦受到较大冲击。

2024年下游建筑行业基本面整体偏弱，铝模板行业仍面临市场需求阶段性萎缩现状。基建投资对建

筑需求拉动效应有所弱化，房地产行业仍处于筑底调整阶段、景气度尚未企稳，对建筑需求形成拖累。在下游需求承压背景下，2024年国内建筑业新签合同金额同比减少5.21%，国内建筑业总产值增速为3.9%，增速持续放缓。在此背景下，当前铝模板行业市场需求仍处于阶段性萎缩，2024年建筑铝合金模板工程施工量下降的企业占比为50.0%，生产加工量同比下降的企业占比为44.4%，有效需求不足仍将对铝模板企业经营带来不利影响。

铝模板产品价格不断下探，铝模板企业利润进一步削减，现金流压力加大经营风险。据中国基建物资租赁承包协会统计，受下游需求承压、行业竞争持续加剧影响，2024年接近九成企业反馈租赁价格同比下降，超五成企业反馈销售价格同比下降。价格不断下探导致铝模板企业利润进一步削减，2024年利润水平同比下降的企业占比高达79.4%。现金流方面，建筑行业下游客户资金面仍较紧张，资金压力持续传导至其上游的铝模板行业，从回款率来看，2024年约有接近六成的铝模板企业的回款率同比下降。

布局海外市场将是铝模板行业未来主要的发展方向。在当前国内铝模板市场需求减少背景下，企业通过开拓海外市场，将有望实现业务新增量。2024年，主要投资方向为布局海外市场的企业的占比为17.7%，同比增加8.9个百分点，布局海外市场成为行业的最主要投资方向之一。

铝价波动加大铝加工企业成本控制压力。铝模板原材料以铝型材为主，铝模板的采购价格主要包括材料价格和加工费，由于铝模板与型材供应商会在一定期间内对加工费约定为固定值，故采购价格主要受原材料价格的影响。近年来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。2024年铝价中枢震荡上行，波动性有所增强，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1 2024年铝价中枢震荡上行



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

四、 经营与竞争

公司主营业务产品类别包括铝模系统、防护平台和装配式预制件等，主要应用于房屋建筑施工领域，其中，铝模系统以租赁为主、销售为辅，防护平台以租赁为主，装配式预制构件业务模式仅为销售；2024年铝模系统的租赁和销售仍是公司第一大收入和毛利润来源。近年公司持续加大海外业务拓展力度，境外收入主要来自铝模系统的销售，2024年境外业务收入占比达到20.58%，占比增加4.2个百分点，境外业务的毛利率相对高于国内业务，随着境外收入占比的结构性提升，拉动铝模系统毛利率提升。装配式预制件2024年产销量增长，受益于原材料价格下降，毛利率实现增长。因防护平台2023年毛利率亏损，2024年公司减少防护平台部分产能，同时公司在订单承接时加强对合同质量的筛选，2024年防护平台毛利率回正。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
铝模系统	14.77	58.48%	30.05%	13.78	61.56%	25.02%
防护平台	1.60	6.35%	3.29%	1.98	8.84%	-1.33%
装配式预制件	4.32	17.12%	16.39%	3.64	16.28%	13.56%
废料	2.87	11.37%	29.91%	2.37	10.61%	26.95%
其他	1.69	6.69%	20.83%	0.61	2.70%	41.96%
合计	25.26	100.00%	25.38%	22.38	100.00%	21.49%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司具备一定技术研发和智能制造优势

技术研发方面，公司已具备自主研发的“全流程管理信息化”ERP系统，技术中心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，研发、设计信息化程度较高。智能制造方面，公司已通过数字化转型L8评级认证，在智能装备集成、数据协同管理、技术创新应用等维度建立完整评估体系，获得国家级“数字化转型L8贯标奖”。公司研发投入持续向建筑数字化、智能化融合领域倾斜，2024年公司研发投入0.91亿元，同比变动不大，期末研发人员367人，同比减少9.16%，主要系随着前期项目结项进行人员优化导致。

目前仍处于产能扩张阶段，2024年公司产能持续增长，新增产能仍主要来自铝模系统和装配式预制件，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，且在建项目加大公司资金压力

铝模系统、装配式预制件产能保持增长，防护平台产能进行优化，整体产能仍有一定富余。公司主要采用“以销定产”的生产模式，目前主要产品为铝模系统、防护平台、装配式预制件，公司铝模系统仍以租赁为主，其中铝模系统产量中旧板的占比较高，有利于降低成本。产能方面，近年随着海南基地、

募投项目部分投产，铝模系统、装配式预制件产能保持增长，当前正处于产能爬坡阶段，产能利用率有所下降；因防护平台毛利率较低、盈利能力较差等原因，2024年公司主动缩减防护平台产能、产量。考虑到铝模板业务以租赁为主，需关注产能利用率下滑带来的单位折旧成本提升对利润的影响。

表5 公司主要产品产能、产量和产能利用率情况

产品	项目	2024年	2023年
铝模系统	产能（万平方米）	492.98	423.56
	产量（万平方米）	408.00	367.80
	其中：新板	113.05	120.48
	旧板	282.76	247.32
防护平台	产能（机位）	14,606.00	20,975.00
	产量（机位）	11,799.00	15,520.00
装配式预制件	产能（立方米）	271,000.00	200,000.00
	产量（立方米）	201,396.53	165,196.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建项目有望继续扩张公司业务规模，但也给公司带来较大的产能消化压力及资金压力。截至2025年3月末，公司在建生产基地均为本期债券的募投项目，其中重庆募投项目已结项，后续项目尾款公司以自有资金支付；江门、惠州募投项目已部分投产，在建生产基地投产后预计业务规模将进一步扩大，但受市场因素影响，公司目前放缓江门、重庆项目中防护平台产线建设。此外，公司2个在建的办公楼项目，其中位于中山市翠亨新区的志特集团粤港澳大湾区总部项目建成后拟部分自用、部分自营，后续项目资金需求较大。中证鹏元关注到，受市场阶段性调整及前期产能扩张影响，公司铝模系统与装配式预制件业务的产能利用率仍存在提升空间，其中装配式预制件富余产能相对较多，面临的产能消化任务相对较大。随着募投项目继续投产，公司需要加强市场拓展以消化产能；同时，在建项目伴随相应的资金压力，其竣工时间亦存在一定不确定性。

表6 截至2025年3月末，公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	达到预定可使用状态日期	预计达产产能
江门志特生产基地（二期）建设项目*	54,866.92	34,568.50	20,298.42	2025年11月	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
重庆志特生产基地（一期）建设项目*	23,522.35	12,190.00	11,332.35	2025年2月	年产60万平方米铝模系统、5,000个机位防护平台
（惠州）装配式产业园项目*	18,945.59	12,339.00	6,606.59	2026年1月	年产15万立方装配式预制件
志特集团粤港澳大湾区总部项目	61,300.00	15,357.71	45,942.29	-	办公、自营
湖北志特办公楼项目	1,200.00	865.30	334.70	2026年2月	办公
合计	159,834.86	75,320.51	84,514.35		

注：标“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司前五大客户较为稳定，与国内大型建筑工程总承包建立较稳定的业务合作，2024年海外业务实

现快速增长，带动铝模系统销量及公司整体销售毛利率增长，需关注海外业务的政治、法律和市场风险

公司在国内模架行业具有一定的品牌影响力，与国内大型建筑工程总承包建立较稳定的业务合作，同时拓展优质民企，需持续关注客户信用状况的变化及回款情况。公司致力于打造全球模架行业及“绿能未来居”模块化房屋领导品牌，2024年公司在国内市场实现铝模租赁收入9.19亿元，在国内铝模租赁市场占据较为稳定的市场份额。公司客户稳定性较好且较为分散，在国内市场主要服务中建、中铁等大型建筑工程总承包企业。2024年前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例分别为28.42%，其中第一大客户的占比为20.69%，对第一大客户依赖度仍较高，其较高的议价能力也对公司的账期管理提出更高要求。针对国央企客户回款周期延长趋势，公司主动调整客户结构，积极拓展具备优质资质的民营企业客户群体，并在商务条款中强化预付款比例管控及付款节点管理，同步建立客户信用动态评估体系，提升资金回笼能力。当前建筑业下游房地产行业复苏尚未企稳，建筑业及地产企业的资金面仍较为紧张，需持续关注公司客户信用状况的变化及应收款项的回收及坏账风险。

公司大力开拓海外市场，2024年海外业务实现快速增长，需关注海外业务的经营风险。在国内模架行业市场需求萎缩的背景下，公司实行国内、国际市场双驱动战略，近年大力开拓海外市场。海外市场形成“双轨制”客户体系，既依托中国海外工程承包商实现项目协同，又直接对接当地大型总包单位及头部地产开发商；2024年以来，公司与央企建筑总包中国化学下属企业CHINA STATE CONSTRUCTION ENGINEERING (M) SDN BHD签订装配式钢结构项目合同，与中国建筑下属企业CHINA CHEMICAL ENGINEERING (M) SDN. BHD签订建筑新型模架体系等绿色建材供应协议。海外业务分布方面，公司海外收入主要来自东南亚市场，港澳台地区次之，其余来自中东、非洲、南美洲及澳洲等。2024年，公司实现境外收入5.20亿元，同比增长41.85%，国际市场贡献度显著提高，但随着境外业务的发展，公司也面临一定的政治、法律和市场等风险。

2024年海外业务快速增长，带动铝模系统销量及公司整体销售毛利率增长。铝模系统和防护平台产品的业务模式仍以租赁为主，装配式预制件仍以销售为主。海外市场的铝模板业务以销售为主，因大力开拓海外市场，2024年铝模系统销售出库面积同比增长17.56%。一般来说，因防护平台大部分为多次利用的标准件，公司会提前进行翻新作为库存，故防护平台的产销率相对较低。得益于毛利率较高的海外业务规模快速增长，叠加公司提升旧板使用效率，带动铝模系统业务毛利率增长。因公司对毛利率较低的防护平台进行产能优化，同时在承接订单时加强订单质量筛选，2024年防护平台业务毛利率改善，毛利率回正。但中证鹏元关注到，2024年公司主要产品单价下滑，当前行业竞争日益加剧，铝模板行业减利趋势明显，未来有可能持续压缩公司的利润空间。

表7 公司主要产品销量和产销率情况

产品	业务类别	项目	2024年	2023年
铝模系统	销售	销售出库面积（万平方米）	43.04	36.61
		产销率	100.00%	100.00%

租赁	租赁出库面积（万平方米）	360.96	331.19
	出租率（产销率）	100.00%	100.00%
防护平台	销售/租赁出库数量（机位）	10,404.00	13,325.83
	产销率	88.18%	85.86%
装配式预制件	销售出库数量（立方米）	204,137.40	172,537.95
	产销率	101.36%	104.44%

注：因装配式预制件有外部采购，产销率略高于 100%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司主要产品租赁/销售数量和价格情况

产品	项目	2024 年	2023 年
铝模系统	租赁收入（万元）	100,000.10	107,608.72
	租赁收入面积（万平方米）	7,538.95	7,108.15
铝模系统	销售收入（万元）	47,110.25	29,029.22
	销售面积（万平方米）	61.27	33.96
防护平台	租赁收入（万元）	15,872.49	19,791.46
	租赁收入面积（万平方米）	437.37	448.94
装配式预制件	销售收入（万元）	43,242.89	36,433.20
	销售出库数量（万立方米）	21.70	17.23

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

资料来源：公司提供

公司对供应商不存在重大依赖，需关注原材料价格波动对现金流及利润的影响

公司铝型材市场供应充足，对供应商不存在重大依赖。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。公司供应商合作关系比较稳定，2023-2024年公司前五大供应商集中度占比分为39.89%、36.89%。

需关注原材料价格波动对现金流及利润的影响。公司生产铝模系统、装配式预制件所需主要原材料为铝型材、钢材等，其采购价格主要包括材料价格和加工费，采购价格主要受原材料价格的影响。2024年，因铝价波动增长，公司采购的铝型材单价略有增长；随着铝模板中旧模板的占比增加，铝型材采购数量略有减少。

表9 公司铝型材采购数量及价格变动趋势

项目	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年	
铝型材类	单价（元/千克）	20.53	20.14	19.38
	数量（吨）	4,896.94	26,007.26	29,991.54
	金额（万元）	10,054.65	52,384.25	58,120.52

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 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2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计的财务报表。

2024年，根据最新会计准则，公司进行会计估计变更，对铝模板的折旧方法进行了变更，对报表科目的影响情况如下表。

表10 2024年度会计估计变更的内容及报表项目影响情况（单位：万元）

会计估计变更的内容和原因	开始适用的时点	受重要影响的报表项目名称	影响金额
铝模板残值率和折旧计提方法	2024年10月1日	营业成本、固定资产	-4,643.97
		所得税	883.81
		净利润	3,760.16

资料来源：公司 2024 年年报，中证鹏元整理

2024年，公司业绩继续增长，净利润扭亏为盈，当前下游建筑及房地产行业资金面仍偏紧，公司应收款项规模继续增长，款项回收风险加大，营运及投资资金增量需求仍较为依赖外部融资，总债务规模持续增长，短期债务规模及占比持续增长，债务滚存压力仍加大，需持续关注市场需求及铝价变动、应收款项减值等对公司盈利能力、流动性的影响

资本实力与资产质量

公司资产规模保持增长，资产仍以租赁产品、厂房设备和应收款项为主，应收账款回款压力仍较大，因部分可转债转股，资本结构有所改善，但受限资产占比较高。公司借助新增债务满足营运资金增量需求，2024年末总负债和总资产继续增加；2025年一季度，受益于部分可转债转股，公司资本公积增加2.09亿元，资本结构有所改善，但所有者权益对负债的保障能力仍较弱。公司的主要资产仍以固定资产中出租用的出租用铝模板系统、防护平台、各生产基地和业务形成的应收账款构成。固定资产为公司占比最大的资产，均为生产经营所必备的资产，随着公司部分新增产能投产，2024年固定资产保持增长。应收账款为公司第二大资产，主要为铝模、防护平台的租赁及销售业务而形成，2024年应收账款余额增速高于营业收入增速，应收账款账龄增长、周转率下降，主要系占比较高的国内业务中央国企客户的回款周期增长所致。2024年末应收账款的平均账龄、坏账准备计提比例同比仍保持增长，在当前下游建筑及房地产行业资金面仍偏紧背景下，仍需关注应收账款回款进度及公司客户信用变化。2024年末公司受限资产账面价值15.20亿元，占总资产占比为27.86%，同比大幅增长，主要为用于借款抵押的固定资产、土地等，受限资产占比较高。

图2 公司资本结构

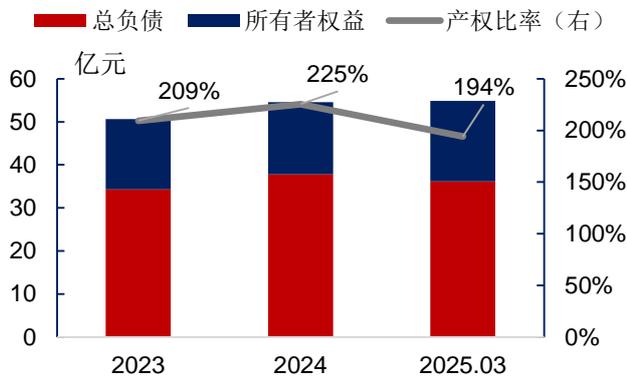
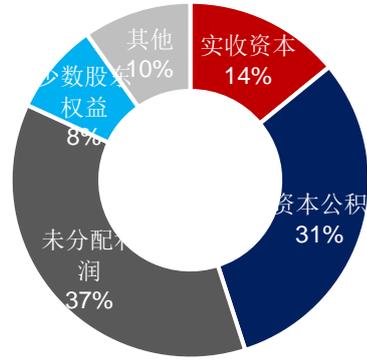


图3 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.53	10.09%	4.86	8.92%	5.29	10.44%
应收账款	13.93	25.39%	15.15	27.76%	14.01	27.64%
存货	3.45	6.30%	3.08	5.65%	2.63	5.20%
流动资产合计	27.07	49.35%	27.06	49.61%	25.70	50.72%
固定资产	19.17	34.94%	19.45	35.65%	19.30	38.08%
在建工程	2.27	4.14%	1.89	3.46%	1.67	3.30%
无形资产	2.90	5.28%	2.92	5.36%	2.31	4.55%
非流动资产合计	27.79	50.65%	27.49	50.39%	24.98	49.28%
资产总计	54.86	100.00%	54.56	100.00%	50.68	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司业绩保持增长，实现净利润0.86亿元，扭亏为盈。2024年伴随债务规模及可转债财务费用增长，公司财务费用同比增长23.19%；因下游客户回款周期变长，部分客户回款不及预期，2024年公司计提信用减值损失1.28亿元，同比继续大幅增长；财务费用和信用减值损失对利润形成较大侵蚀。2024年公司EBITDA利润率上年基本持平，受益于利润总额改善，总资产回报率提升。在当前下游市场需求萎缩、行业竞争加剧及公司产能扩张背景下，需关注未来公司产能消化及出租率变化情况，此外需关注铝价变动、信用减值等对公司盈利能力的影响。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

除本期债券以外，银行贷款仍是公司主要的融资渠道。随着业务规模扩张营运资金需求增加，2024 年末公司总债务继续增长，且短期债务规模及占比大幅增长，且2024年新增1笔约0.60亿元的融资租赁借款，公司债务滚续压力进一步上升。

公司经营性负债方面，公司应付账款主要系应付的材料采购款、工程款等，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12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.50	28.99%	10.21	27.01%	7.95	23.19%
应付票据	2.43	6.72%	2.30	6.10%	1.89	5.50%
应付账款	4.64	12.82%	5.65	14.96%	5.73	16.71%
合同负债	2.36	6.52%	1.45	3.83%	1.73	5.04%
其他应付款	1.31	3.60%	1.33	3.52%	1.56	4.54%
一年内到期的非流动负债	3.62	10.01%	3.33	8.81%	2.15	6.26%
其他流动负债	1.79	4.95%	1.69	4.46%	1.47	4.27%
流动负债合计	27.71	76.51%	27.21	71.98%	23.65	68.97%
长期借款	4.12	11.37%	4.67	12.35%	5.35	15.60%
应付债券	3.23	8.91%	4.65	12.30%	4.28	12.47%
长期应付款	0.22	0.62%	0.30	0.80%	0.00	0.00%
非流动负债合计	8.50	23.49%	10.59	28.02%	10.64	31.03%
负债合计	36.21	100.00%	37.80	100.00%	34.30	100.00%
总债务	25.76	71.15%	27.15	71.83%	23.04	67.17%
其中：短期债务	18.04	70.01%	17.34	63.88%	13.16	57.10%
长期债务	7.73	29.99%	9.81	36.12%	9.88	42.90%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司海外业务回款条件较国内业务比相对较好，2024年海外业务营收占比持续提升，同时公司通过主动调整客户结构、在商务条款中强化预付款比例管控及付款节点管理等方式加强现金流管理，销售回款增速高于同期营业收入增长，带动公司经营活动现金流净额回正；FFO规模保持增长，主营业务现金生成能力改善。净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数保持较稳定水平。但受债务增长影响，公司资产负债率和总债务/总资本小幅增长，杠杆水平较高，债务压力持续增加。

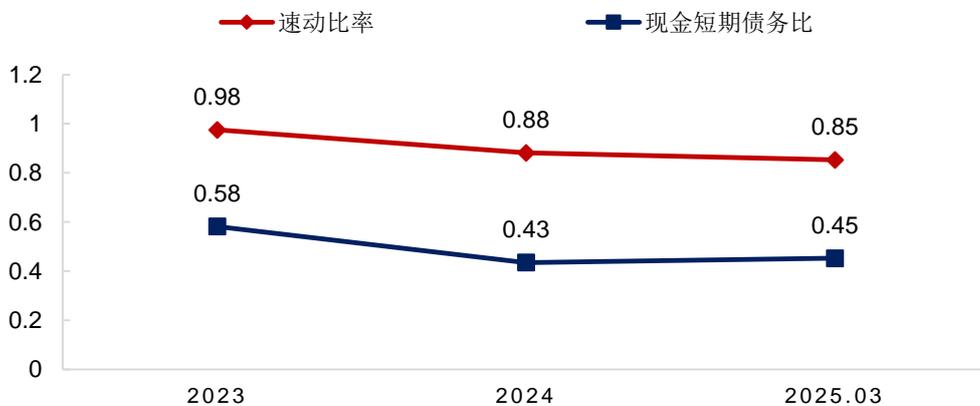
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	1.16	0.31	-4.75
FFO（亿元）	--	9.60	8.40
资产负债率	66.00%	69.28%	67.68%
净债务/EBITDA	--	1.69	1.47
EBITDA利息保障倍数	--	11.26	11.81
总债务/总资本	58.00%	61.83%	58.44%
FFO/净债务	--	47.39%	52.53%
经营活动现金流净额/净债务	6.56%	1.51%	-29.73%
自由现金流/净债务	3.14%	-8.51%	-38.74%

资料来源：公司2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受短期债务增长影响，公司速动比率、现金短期债务比呈下降趋势且维持较低水平，短期偿债压力持续加大。截至2025年3月末，公司获得银行授信额度25.18亿元，其中尚未使用额度6.94亿元，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。但需关注的是，公司目前业务规模仍处于扩张阶段，项目建设及日常经营、采购的资金需求较大，且受市场因素影响经营回款有所滞后，对外部融资较为依赖，目前受限资产规模较大，未来可用于抵押融资的增量可能受限，需持续关注公司外部融资环境的变化及对公司流动性的影响。

图5 公司流动性比率情况



资料来源：公司2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月8日），公司本部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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月16日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

公司作为原告的未决诉讼较多，且涉案金额较大，部分应收账款存在较大回收风险

根据公司提供的说明，截至2025年5月15日，公司作为被告的未决诉讼涉案金额合计228.29万元，金额较小，主要为劳务分包纠纷，公司面临的或有负债风险相对可控；公司作为原告的未决诉讼约61宗，案件主要为铝模板租赁合同纠纷，其中境内案件涉案金额合计约人民币8,558.82万元，马来西亚的6宗案件涉案金额合计至少为马币1,356.33万元。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，部分案件已计提坏账。

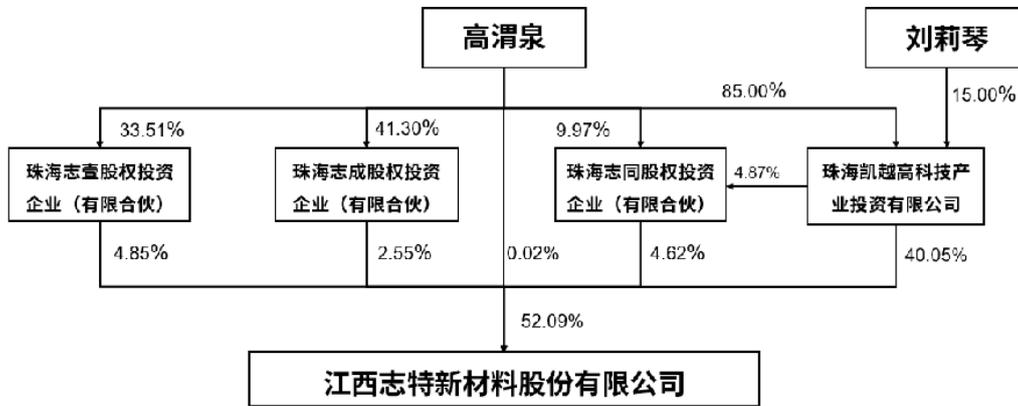
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	5.53	4.86	5.29	2.17
应收账款	13.93	15.15	14.01	10.11
流动资产合计	27.07	27.06	25.70	16.90
固定资产	19.17	19.45	19.30	16.38
非流动资产合计	27.79	27.49	24.98	22.43
资产总计	54.86	54.56	50.68	39.33
短期借款	10.50	10.21	7.95	6.26
应付账款	4.64	5.65	5.73	4.34
一年内到期的非流动负债	3.62	3.33	2.15	1.39
流动负债合计	27.71	27.21	23.65	18.84
长期借款	4.12	4.67	5.35	4.50
应付债券	3.23	4.65	4.28	0.00
非流动负债合计	8.50	10.59	10.64	5.30
负债合计	36.21	37.80	34.30	24.15
总债务	25.76	27.15	23.04	14.29
其中：短期债务	18.04	17.34	13.16	9.65
长期债务	7.73	9.81	9.88	4.64
所有者权益	18.65	16.76	16.38	15.19
营业收入	5.56	25.26	22.38	19.30
营业利润	0.27	0.59	-0.38	2.15
净利润	0.25	0.86	-0.36	1.83
经营活动产生的现金流量净额	1.16	0.31	-4.75	-2.25
投资活动产生的现金流量净额	-0.23	-2.48	-1.81	-2.04
筹资活动产生的现金流量净额	-0.26	1.30	9.43	4.57
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	11.96	10.87	11.01
FFO（亿元）	--	9.60	8.40	9.40
净债务（亿元）	17.75	20.26	15.99	12.02
销售毛利率	28.08%	25.38%	21.49%	30.95%
EBITDA 利润率	--	47.36%	48.55%	57.07%
总资产回报率	--	2.98%	0.81%	7.72%
资产负债率	66.00%	69.28%	67.68%	61.39%
净债务/EBITDA	--	1.69	1.47	1.09
EBITDA 利息保障倍数	--	11.26	11.81	22.84
总债务/总资本	58.00%	61.83%	58.44%	48.48%
FFO/净债务	--	47.39%	52.53%	78.23%

经营活动现金流净额/净债务	6.56%	1.51%	-29.73%	-18.76%
速动比率	0.85	0.88	0.98	0.74
现金短期债务比	0.45	0.43	0.58	0.28

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2024 年 12 月）



资料来源：公司 2024 年年度报告

附录三 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+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

附录四 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号