

# 志特新材 (300986.SZ)

股权激励计划设置较高考核目标，彰显公司发展信心

## 核心观点：

- **公告描述。**公司发布 2022 年股权激励计划，拟授予股票 190 万股，占总股本 1.62%（首次授予 153.7 万股，占总股本 1.31%），授予价格为 16.80 元/股，股票来源为向激励对象定向发行公司 A 股普通股，激励对象不超过 88 人，包括公司高管、核心骨干人员。考核条件为：2022 年收入触发值和目标值分别为 17.18 亿元、21.47 亿元，2022-2023 两年累计收入触发值和目标值分别为 41.23 亿元、51.54 亿元，2022-2024 年三年累计收入触发值和目标值分别为 73.94 亿元、92.43 亿元。
- **行业需求压力期，较高考核目标彰显公司发展信心，公司持续产能人员扩张和强大竞争优势保障目标实现。**我们计算公司股权激励考核条件为：2022 年收入增速 16%-45%，2021-2023 年收入复合增速 27%-42%，2021-2024 年收入复合增速 30%-40%。现阶段行业需求受地产调控影响有所承压，公司仍提出较高的收入考核目标，彰显公司发展信心，背后的底气来源于：一是公司加速生产基地布局和市场开拓，近几年公司通过自建和成立合资公司方式快速扩张产能，与此同时公司加大销售和研发人员布局；二是铝模板渗透率在“以铝代木”趋势下快速提升，目前仍处于“大行业小企业”格局，公司在产品、服务、管理、规模等方面建立起显著的竞争优势，市占率不到 5%，增长潜力较大；三是公司 2019 年以来拓展防护平台、装配式预制件等新业务，和铝模板配套与协同作用显著，多元化布局贡献新增长点。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.00/2.93/4.08 亿元，按最新收盘市值对应 PE 分别为 17.7/12.1/8.7 倍。参考可比公司估值及公司增长预期，我们给予公司 2022 年 PE 合理估值 25 倍的判断，对应合理价值 42.72 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**下游需求下滑、铝价大幅上涨、应收款回收风险。

## 盈利预测：

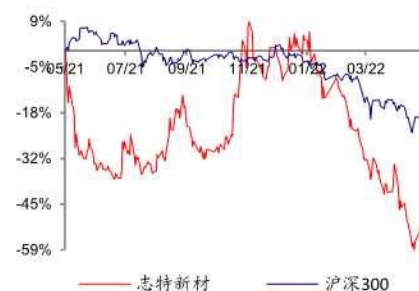
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,120	1,481	1,928	2,678	3,636
增长率（%）	29.9	32.3	30.2	38.9	35.8
EBITDA（百万元）	705	1,010	1,105	1,282	1,446
归母净利润（百万元）	168	164	200	293	408
增长率（%）	28.7	-2.4	21.7	46.4	39.4
EPS（元/股）	1.92	1.40	1.71	2.50	3.49
市盈率（x）	-	45.57	17.71	12.10	8.68
ROE（%）	24.4	13.3	14.2	17.5	20.0
EV/EBITDA（x）	-	7.83	3.87	3.38	2.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	30.27 元
合理价值	42.72 元
前次评级	买入
报告日期	2022-05-10

## 相对市场表现



分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师：

巨国贤



SAC 执证号：S0260512050006



SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoqian@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究：

志特新材 (300986.SZ) : 收入高增，盈利承压，持续扩张

联系人：

张乾 021-38003687

gzhangqian@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

**公告描述:** 公司发布2022年股权激励计划,拟授予股票190万股,占总股本1.62%(首次授予153.7万股,占总股本1.31%),授予价格为16.80元/股,股票来源为向激励对象定向发行公司A股普通股,激励对象不超过88人,包括公司高管、核心骨干人员。考核公司营业收入,设置触发值和目标值(若实际收入低于触发值,则授予0%,若实际收入达到目标值,则授予100%,若实际收入在触发值和目标值之间,则授予(实际收入/目标值)比例的股票),考核条件为:2022年收入触发值和目标值分别为17.18亿元、21.47亿元,2022-2023两年累计收入触发值和目标值分别为41.23亿元、51.54亿元,2022-2024年三年累计收入触发值和目标值分别为73.94亿元、92.43亿元。此次股权激励预计产生摊销总费用1937万元,预计在2022-2025年分别摊销659、791、379、108万元,对业绩影响较小。

**公告点评:** 行业需求压力期,较高考核目标彰显公司发展信心,公司持续产能人员扩张和强大竞争优势保障目标实现。我们计算公司股权激励考核条件为:2022年收入增速16%-45%,2021-2023年收入复合增速27%-42%,2021-2024年收入复合增速30%-40%。现阶段行业需求受地产调控影响有所承压,公司仍提出较高的收入考核目标,彰显公司发展信心,背后的底气来源于:一是公司加速生产基地布局和市场开拓,目前公司已投产+在建共10个基地,完成全国六大区域的布局,其中2021年新增4个基地,2022年新增1个基地,近几年公司通过自建和成立合资公司方式快速扩张产能,与此同时公司加大销售和研发人员布局,2021年销售人员567人,同增32%,研发人员387人,同增29%,公司业务服务属性强,加大人员布局一方面是公司业务扩张需要,另一方面继续夯实公司竞争优势;二是铝模板渗透率在“以铝代木”趋势下快速提升,铝模行业规模具备成长性,目前仍处于“大行业小企业”格局,公司铝模板以租赁模式为主,在产品、服务、管理、规模等方面建立起显著的竞争优势,市占率不到5%,增长潜力较大;三是公司2019年以来拓展防护平台、装配式预制件等新业务,和铝模板配套与协同作用显著,多元化布局贡献新增长点。

**投资建议:** 我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.00/2.93/4.08亿元,按最新收盘市值对应PE分别为17.7/12.1/8.7倍。参考可比公司估值及公司增长预期,我们给予公司2022年PE合理估值25倍的判断,对应合理价值42.72元/股,维持“买入”评级。

**风险提示:** 下游需求下滑、铝价大幅上涨、应收款回收风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>762</b>	<b>1,065</b>	<b>1,490</b>	<b>2,011</b>	<b>2,668</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>100</b>	<b>173</b>	<b>856</b>	<b>1,080</b>	<b>1,174</b>
货币资金	199	191	200	250	300	净利润	179	175	213	311	434
应收及预付	309	537	830	1,149	1,564	折旧摊销	451	779	839	893	909
存货	170	231	328	453	615	营运资金变动	-568	-814	-258	-207	-262
其他流动资产	85	106	132	159	189	其它	38	33	63	82	92
<b>非流动资产</b>	<b>1,282</b>	<b>1,786</b>	<b>2,058</b>	<b>2,224</b>	<b>2,375</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-128</b>	<b>-290</b>	<b>-1,107</b>	<b>-1,056</b>	<b>-1,054</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-102	-333	-1,108	-1,057	-1,056
固定资产	1,081	1,394	1,587	1,721	1,837	投资变动	-27	42	0	0	0
在建工程	114	133	115	100	88	其他	1	2	1	2	2
无形资产	72	206	303	350	397	<b>筹资活动现金流</b>	<b>115</b>	<b>133</b>	<b>260</b>	<b>26</b>	<b>-69</b>
其他长期资产	15	53	53	53	53	银行借款	477	424	325	110	29
<b>资产总计</b>	<b>2,045</b>	<b>2,851</b>	<b>3,548</b>	<b>4,236</b>	<b>5,043</b>	股权融资	0	404	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,138</b>	<b>1,319</b>	<b>1,794</b>	<b>2,170</b>	<b>2,553</b>	其他	-362	-695	-65	-84	-98
短期借款	412	367	662	742	741	<b>现金净增加额</b>	<b>85</b>	<b>16</b>	<b>9</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
应付及预收	302	393	474	629	820	<b>期初现金余额</b>	<b>15</b>	<b>100</b>	<b>191</b>	<b>200</b>	<b>250</b>
其他流动负债	424	558	659	799	992	<b>期末现金余额</b>	<b>100</b>	<b>116</b>	<b>200</b>	<b>250</b>	<b>300</b>
<b>非流动负债</b>	<b>196</b>	<b>244</b>	<b>274</b>	<b>304</b>	<b>334</b>						
长期借款	183	221	251	281	311						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	13	23	23	23	23						
<b>负债合计</b>	<b>1,334</b>	<b>1,562</b>	<b>2,068</b>	<b>2,474</b>	<b>2,887</b>						
股本	88	117	117	117	117						
资本公积	167	514	514	514	514						
留存收益	436	600	778	1,041	1,409						
归属母公司股东权益	691	1,232	1,410	1,673	2,041						
少数股东权益	20	57	70	88	115						
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,045</b>	<b>2,851</b>	<b>3,548</b>	<b>4,236</b>	<b>5,043</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,120</b>	<b>1,481</b>	<b>1,928</b>	<b>2,678</b>	<b>3,636</b>
营业成本	711	1,000	1,331	1,837	2,495
营业税金及附加	13	12	15	21	29
销售费用	73	103	129	174	233
管理费用	53	74	91	123	160
研发费用	50	75	96	134	182
财务费用	43	31	42	59	81
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	2	2
<b>营业利润</b>	<b>212</b>	<b>201</b>	<b>244</b>	<b>357</b>	<b>498</b>
营业外收支	2	1	2	3	4
<b>利润总额</b>	<b>214</b>	<b>202</b>	<b>246</b>	<b>360</b>	<b>502</b>
所得税	35	27	33	49	68
<b>净利润</b>	<b>179</b>	<b>175</b>	<b>213</b>	<b>311</b>	<b>434</b>
少数股东损益	10	11	13	19	26
<b>归属母公司净利润</b>	<b>168</b>	<b>164</b>	<b>200</b>	<b>293</b>	<b>408</b>
EBITDA	705	1,010	1,105	1,282	1,446
EPS (元)	1.92	1.40	1.71	2.50	3.49

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	29.9%	32.3%	30.2%	38.9%	35.8%
营业利润增长	30.5%	-5.2%	21.4%	46.4%	39.4%
归母净利润增长	28.7%	-2.4%	21.7%	46.4%	39.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.5%	32.5%	31.0%	31.4%	31.4%
净利率	16.0%	11.8%	11.0%	11.6%	11.9%
ROE	24.4%	13.3%	14.2%	17.5%	20.0%
ROIC	16.1%	10.6%	9.5%	12.0%	14.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.2%	54.8%	58.3%	58.4%	57.3%
净负债比率	187.6%	121.2%	139.7%	140.5%	133.9%
流动比率	0.67	0.81	0.83	0.93	1.04
速动比率	0.52	0.62	0.64	0.70	0.79
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.55	0.52	0.54	0.63	0.72
应收账款周转率	3.93	3.02	2.51	2.51	2.50
存货周转率	6.60	6.42	5.88	5.91	5.91
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.92	1.40	1.71	2.50	3.49
每股经营现金流	1	1	7	9	10
每股净资产	7.87	10.52	12.05	14.29	17.44
<b>估值比率</b>					
P/E	-	45.57	17.71	12.10	8.68
P/B	-	6.08	2.51	2.12	1.74
EV/EBITDA	-	7.83	3.87	3.38	2.98

## 广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：高级分析师，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级研究员，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。