

志特新材 (300986.SZ)

增持 (维持)

Q3 延续增长, 转债加速产能扩张

公司 2022 年前三季度实现收入 13.02 亿元, 同比增长 29.19%; 实现归母净利润 1.28 亿元, 同比增长 22.02%; 扣非后归母净利润 1.04 亿元, 同比增长 13.56%; 基本 EPS 为 0.78 元/股, 同比增长 8.33%; 加权平均 ROE 为 9.80%, 同比减少 1.18pct。2022Q3 单季度实现营业收入 5.20 亿元, 同比增长 29.23%; 实现归母净利润 5672.15 万元, 同比增长 6.50%。

□ **收入业绩逆势增长, 现金流压力略增。**公司 22 年前三季度实现营业收入/归母净利润 13.02 亿元/1.28 亿元, 分别同比+29.19%/+22.02%, 收入部分已完成 2022 年股权激励目标触发值的 75%。收入增长主因境外铝模销售业务增长较快, 同时防护平台及装配式 PC 业务也逐步放量, 为公司在房地产需求较弱时实现逆势增长。前三季度公司信用减值损失 2712 万元, 同比扩大 119.56%, 主因应收账款及票据减值损失计提所致。分季度看, 22Q1/Q2/Q3 收入分别为 2.62 亿元/5.19 亿元/5.20 亿元, 同比+16.89%/+36.41%/+29.23%, 归母净利润分别为 520.03 万元/6558.60 万元/5672.15 万元, 同比-78.84%/+146.02%/+6.50%。前三季度公司经营性现金流净流出 1.72 亿元, 去年同期为净流入 5367.15 万元; 应收账款及应收票据周转率同比下降 0.81 次至 1.96 次, 公司大力发展央企国企客户, 面对更安全的项目相应地放宽信用政策; 收现比/付现比分别为 0.85/1.05。

□ **毛利率环比改善, 期间费用率显著下降。**公司 2022 年前三季度毛利率/净利率分别为 32.17%/10.24%, 同比-6.61pct/-1.01pct, 其中 22Q3 毛利率/净利率为 32.84%/11.45%, 同比-4.16pct/-2.70pct, 盈利能力下滑主因原材料价格上涨, 同时新增的 PC 业务以销售为主, 毛利相对租赁而言较低。但 22Q3 毛利率较 Q2 环比+0.22pct, 受益于 Q3 铝价环比回落。费用率方面, 前三季度期间费用率同比-5.94pct 至 18.49%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别-5.33pct/-0.99pct/+0.24pct/+0.15pct 至 6.34%/4.75%/5.46%/1.94%, 业务规模扩大加强规模效应叠加信息化提升管理效益, 销售费用率和管理费用率显著下降, 而研发费用率上升主因公司加大了铝模、PC 产品及信息化研发投入。

□ **扩产深化规模优势, “1+N” 协同促进增收。**公司拟发行可转债募资不超过 6.14 亿元用于江门生产基地 (二期)、重庆生产基地 (一期) 和补充流动资金, 预计新增铝模系统/防护平台产能 90 万平方米/1.5 万机位。本次扩产一方面使产能利用率已趋于饱和的江门基地持续规模化扩张, 进一步提高规模效益和市场地位, 同时填补西南地区产能空白, 扩大公司业务辐射范围; 另一方面对防护平台的新增产能规划超过现有产能 (1.4 万机位), 防护平台业务未来有望持续放量, 增长前景可观。公司铝模板主业稳步向好, 规模优势显著, 防护平台/建筑装配式 PC 构件等业务也有望在 “1+N” 发展战略下, 通过与铝模板客户与渠道的协同同步促进增收。

□ **信息化建设扩展管理边界, 效率优势显著。**公司为华南市场铝模板龙头, 租赁模式下高周转有利于摊薄成本、平滑毛利率。通过自建信息化系统, 扩展铝模板管理效益边界, 管理效率显著优于同行, 从而降低成本和损耗、提高响应能力和服务质量。此外, 公司预制 PC 件和防护平台业务同步向好发展, 发行转债募资后进一步扩张产能, 有望随铝模板协同发展。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 分别为 1.27 元、1.70 元, 对应 PE 分别为 27.8x、20.8x, 维持 “增持” 投资评级。

□ **风险提示: 地产和基建投资增速大幅下滑、原材料成本大幅上涨、应收账款计提风险、产能扩张不及预期。**

周期/金属及材料
目标估值: NA
当前股价: 35.3 元

基础数据

总股本 (万股)	16389
已上市流通股 (万股)	7001
总市值 (亿元)	58
流通市值 (亿元)	25
每股净资产 (MRQ)	8.2
ROE (TTM)	14.0
资产负债率	61.3%
主要股东	珠海凯越高科技产业投资有
主要股东持股比例	45.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	77	4
相对表现	13	81	31



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《志特新材 (300986) — 22Q2 净利高增, 规模效应和业务协同渐显》 2022-08-16
- 《志特新材 (300986) — 推出限制性股票激励计划, 护航中长期发展》 2022-05-10
- 《志特新材 (300986) — 行业渗透率提升, 铝模租赁龙头竞争优势显现》 2022-05-06

郑晓刚 S1090517070008
✉ zhengxiaogang@cmschina.com.cn

袁定云 研究助理
✉ yuandingyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1120	1481	1933	2488	3137
同比增长	30%	32%	31%	29%	26%
营业利润(百万元)	212	201	255	341	434
同比增长	30%	-5%	27%	34%	27%
归母净利润(百万元)	168	164	208	278	353
同比增长	29%	-2%	26%	34%	27%
每股收益(元)	1.03	1.00	1.27	1.70	2.16
PE	34.3	35.2	27.8	20.8	16.4
PB	8.4	4.7	4.1	3.4	2.8

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 志特新材历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 志特新材历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	762	1065	1284	1786	2462
现金	199	191	183	377	692
交易性投资	30	26	26	26	26
应收票据	18	30	40	51	65
应收款项	285	491	616	793	999
其它应收款	7	13	17	22	28
存货	170	231	293	378	476
其他	55	83	109	140	177
非流动资产	1282	1786	1979	2041	2056
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1081	1394	1607	1689	1720
无形资产商誉	72	206	186	167	151
其他	129	186	186	186	185
资产总计	2045	2851	3262	3828	4518
流动负债	1138	1319	1528	1798	2111
短期借款	412	367	367	367	367
应付账款	302	393	517	667	841
预收账款	222	206	271	350	441
其他	201	352	373	415	463
长期负债	196	244	244	244	244
长期借款	183	221	221	221	221
其他	13	23	23	23	23
负债合计	1334	1562	1772	2042	2355
股本	88	117	164	164	164
资本公积金	167	514	465	465	465
留存收益	436	601	791	1069	1422
少数股东权益	20	57	70	89	111
归属于母公司所有者权益	691	1232	1420	1698	2051
负债及权益合计	2045	2851	3262	3828	4518

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	100	173	1113	1280	1399
净利润	179	175	221	296	376
折旧摊销	451	779	892	1024	1073
财务费用	33	29	34	33	31
投资收益	(1)	(1)	(34)	(34)	(34)
营运资金变动	(554)	(795)	(11)	(50)	(59)
其它	(7)	(14)	10	11	12
投资活动现金流	(128)	(290)	(1054)	(1054)	(1054)
资本支出	(102)	(333)	(1087)	(1087)	(1087)
其他投资	(26)	43	34	34	34
筹资活动现金流	115	133	(67)	(33)	(31)
借款变动	156	(221)	(13)	0	0
普通股增加	0	29	47	0	0
资本公积增加	0	347	(50)	0	0
股利分配	0	0	(18)	0	0
其他	(40)	(22)	(34)	(33)	(31)
现金净增加额	87	16	(8)	194	315

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1120	1481	1933	2488	3137
营业成本	661	1000	1314	1695	2138
营业税金及附加	13	12	16	20	25
营业费用	123	103	135	173	218
管理费用	53	74	95	119	150
研发费用	50	75	98	123	155
财务费用	43	31	34	33	31
资产减值损失	(13)	(18)	(22)	(18)	(19)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	48	33	33	33	33
投资收益	1	1	1	1	1
营业利润	212	201	255	341	434
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	214	202	256	342	435
所得税	35	27	34	46	58
少数股东损益	10	11	13	18	23
归属于母公司净利润	168	164	208	278	353

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	30%	32%	31%	29%	26%
营业利润	30%	-5%	27%	34%	27%
归母净利润	29%	-2%	26%	34%	27%
获利能力					
毛利率	41.0%	32.5%	32.0%	31.9%	31.9%
净利率	15.0%	11.1%	10.8%	11.2%	11.3%
ROE	27.8%	17.1%	15.7%	17.8%	18.9%
ROIC	19.1%	12.6%	12.6%	14.5%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	65.2%	54.8%	54.3%	53.3%	52.1%
净负债比率	29.6%	21.1%	18.0%	15.4%	13.0%
流动比率	0.7	0.8	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
存货周转率	4.4	5.0	5.0	5.1	5.0
应收账款周转率	4.8	3.6	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	2.5	2.9	2.9	2.9	2.8
每股资料(元)					
EPS	1.03	1.00	1.27	1.70	2.16
每股经营净现金	0.61	1.05	6.79	7.81	8.54
每股净资产	4.21	7.52	8.66	10.36	12.51
每股股利	0.00	0.11	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	34.3	35.2	27.8	20.8	16.4
PB	8.4	4.7	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	10.8	7.6	6.4	5.4	5.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖，2021年新浪财经金麒麟新锐分析师建筑材料行业第一名。

袁定云：上海交通大学工学管理学双学士、管理学硕士，2021年7月加入招商证券，从事建材行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。