

300986.SZ

增持

原评级: 增持
市场价格: 人民币 31.63
板块评级: 中性
本报告要点

- 志特新材 2022 年三季报点评。

股价表现


	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(29.2)	(6.7)	(6.5)	(19.0)
相对深证成指	0.4	(2.1)	9.8	8.0
发行股数(百万)	164			
流通股 (%)	43			
总市值(人民币 百万)	5,184			
3个月日均交易额(人民币 百万)	82			
净负债比率 %(2022E)				净现金
主要股东(%)	45			
珠海凯越高科技产业投资有限公司				

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 10 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《志特新材: Q2 归母净利大幅增长, 经营现金流降幅较大》20220817

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰: 专业工程

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

志特新材

业绩稳步增长, 盈利能力小幅下滑

公司发布 2022 年三季报, 2022 1-3Q 实现营收 13.02 亿元, 同增 29.2%; 归母净利 1.28 亿元, 同增 22.0%; EPS0.78 元。公司业绩稳步增长, 发行转债有望进一步扩张产能。维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- 业绩稳步增长, 现金流降幅较大:** 2022 1-3Q, 公司实现营收 13.02 亿元, 同增 29.2%; 归母净利 1.28 亿元, 同增 22.0%。公司业绩稳步提升。Q3 公司实现营收 5.20 亿元, 同增 29.2%; 归母净利 0.57 亿元, 同增 6.5%。2022 1-3Q 公司经营活动现金流净额为-1.72 亿元, 同减 419.8%; Q3 经营现金流净额为-1.08 亿元, 同减 146.9%。公司经营活动现金流降幅较大。
- 盈利能力小幅下滑:** 2022 1-3Q, 公司综合毛利率为 32.17%, 同减 6.61pct; 归母净利率 9.80%, 同减 0.58pct; 期间费用率 18.49%, 同减 5.93pct。Q3 公司综合毛利率为 32.84%, 同减 4.16pct; 归母净利率 10.91%, 同减 2.33pct; 期间费用率 17.18%, 同减 1.93pct。
- 成本承压, 减值规模扩大:** 2022 1-3Q 铝锭市场价格高位震荡, 公司成本端承压致毛利率下滑; 装配式 PC 销售业务毛利率目前低于租赁业务, 也对毛利率造成影响。2022 1-3Q, 公司计提各项信用减值损失合计 0.27 亿元, 减值损失率从 2021 年末的 1.22% 提升至 2.08%, 拖累归母净利率。
- 产能持续扩张, 品类不断拓展:** 2022 年 7 月, 公司公告拟发行不超过 6.14 亿元可转债用于项目建设和补充流动资金。公司产能规模将进一步扩大, 客户响应速度和服务能力持续提升。公司持续发展“1+N”战略, 产品品类不断拓展。

估值

- 考虑地产仍处于弱复苏过程中, 我们对应调整盈利预测。预计 2022-2024 年公司收入为 18.9、24.0、30.1 亿元; 归母净利分别为 2.1、2.9、3.8 亿元; EPS 分别为 1.28、1.79、2.29 元。维持公司增持评级。

评级面临的主要风险

- 产能投放不及预期, 原材料价格上涨超预期, 下游市场需求下滑

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	1,120	1,481	1,894	2,400	3,014
变动(%)	30	32	28	27	26
净利润(人民币 百万)	168	164	209	293	375
全面摊薄每股收益(人民币)	1.028	1.003	1.276	1.790	2.290
变动(%)	28.8	(2.4)	27.2	40.3	27.9
市场预期每股收益(人民币)			1.340	1.810	2.380
原先预测摊薄每股收益(人民			1.360	1.820	2.340
调整幅度(%)			(6.2)	(1.6)	(2.1)
全面摊薄市盈率(倍)	30.8	31.5	24.8	17.7	13.8
价格/每股账面价值(倍)	(185.0)	(59.2)	(20.1)	(272.8)	20.9
每股现金流量(人民币)	(0.17)	(0.53)	(1.57)	(0.12)	1.51
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.0	3.7	4.2	3.4	2.7
每股股息(人民币)	0.03	0.04	0.07	0.10	0.12

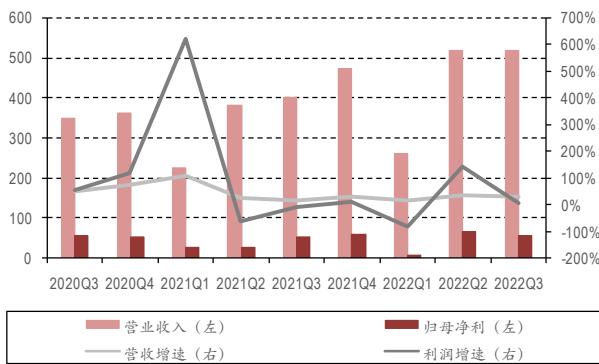
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、业绩稳步增长，盈利能力小幅下滑

事件：公司发布2022年三季报。2022 1-3Q，公司实现营收13.02亿元，同增29.2%；归母净利1.28亿元，同增22.0%。公司业绩稳步增长，主要系铝模业务同比稳中有增，其中境外铝模销售业务增长较快，且防护平台和装配式PC业务逐步形成规模，业务量增幅较大，使公司营收同比增长。Q3公司实现营收5.20亿元，同增29.2%；归母净利0.57亿元，同增6.5%。现金流方面，2022 1-3Q公司经营活动现金流净额为-1.72亿元，同减419.8%；Q3经营现金流净额为-1.08亿元，同减146.9%。公司经营活动现金流降幅较大，主要系报告期内经营活动现金流出规模扩大所致。

毛利率、净利率均有下滑，费用控制能力有所提升：2022 1-3Q，公司综合毛利率为32.17%，同减6.61pct；归母净利率9.80%，同减0.58pct；期间费用率18.49%，同减5.93pct，其中销售费用率同减5.33pct。Q3公司综合毛利率为32.84%，同减4.16pct；归母净利率10.91%，同减2.33pct；期间费用率17.18%，同减1.93pct，其中销售费用率同比下降2.88pct。总体而言，报告期内公司盈利能力小幅下滑，费用控制能力则有所提升。

图表 1. 2022Q3 公司营收和归母净利均有增长



资料来源：公司财报，中银证券

图表 3.2022Q3 公司毛利率和归母净利率均有下滑



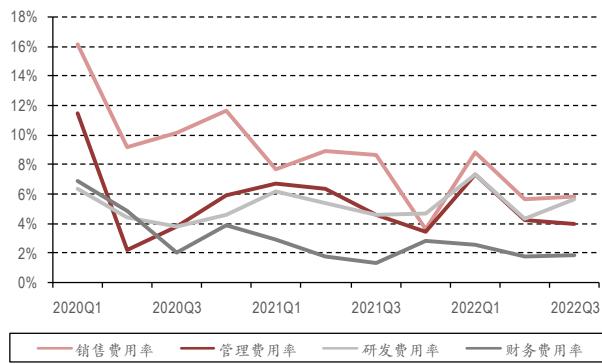
资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. 2022Q3 公司经营活动现金流净额下滑较明显



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 2022Q3 公司费用控制能力提升



资料来源：公司财报，中银证券

二、成本端承压，信用减值规模扩大

PC业务占比提升、成本端承压拖累毛利，减值规模扩大降低净利。报告期内，铝锭市场价格仍在高位震荡，2022 1-3Q，铝锭平均市场价格为20,415.8元/吨，同增10.3%，给公司造成较大成本压力，导致公司毛利率同比下滑。并且，公司装配式PC业务目前以销售为主，毛利率相对租赁业务而言较低；随着装配式PC业务量逐渐增加、贡献的营收规模逐渐扩大，公司毛利率也会出现一定程度的下滑。2022 1-3Q，公司计提各项信用减值损失合计0.27亿元，超过2021全年0.18亿元的规模，减值损失率也从2021年末的1.22%提升至2.08%，对归母净利率形成拖累。

图表 5. 报告期内铝锭市场价格依然较高



资料来源：万得，中银证券

三、产能持续扩张，品类不断拓展

公司拟发行转债扩大产能，“1+N”战略助力产品品类不断拓展。2022年7月，公司公告拟发行不超过6.14亿元用于项目建设和补充流动资金。其中，公司拟向江门志特生产基地（二期）项目投入2.35亿元，向重庆志特生产基地（一期）项目投入1.99亿元，其余1.8亿元用于补充流动资金。项目建成投产后，江门（二期）项目将新增年产30万平方米铝模系统及10,000个机位附着式升降作业安全防护平台产品产能；重庆（一期）项目计划新增年产60万平方米建筑铝模板及5,000机位附着式升降作业安全防护平台产品产能，公司产能规模进一步扩大，有利于持续扩展华南、西南地区业务规模，提升客户响应速度及服务能力。除铝模及附着式升降防护平台业务以外，公司也在持续发展“1+N”战略，装配式PC预制构件业务营收占比不断提升，产品品类不断拓展。

四、风险提示

产能投放不及预期，原材料价格上涨超预期，下游市场需求下滑。

图表 6. 2022Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q3	2022Q3	同比增长(%)
营业收入	402.31	519.89	29.23
营业税及附加	2.18	5.86	169.17
净营业收入	400.13	514.03	28.47
营业成本	253.45	349.15	37.76
销售费用	34.79	29.99	(13.78)
管理费用	36.93	49.88	35.07
财务费用	5.15	9.44	83.15
资产减值损失	(7.16)	2.21	130.84
营业利润	68.90	69.53	0.91
营业外收入	(0.03)	0.01	127.32
营业外支出	(0.35)	0.20	157.68
利润总额	69.22	69.33	0.17
所得税	12.32	9.81	(20.32)
少数股东损益	3.64	2.80	(23.20)
归属母公司股东净利润	53.26	56.72	6.50
扣除非经常性损益的净利润	91.81	50.31	(45.20)
每股收益(元)	0.45	0.35	(22.22)
扣非后每股收益(元)	1.05	0.43	(59.05)
毛利率(%)	37.00	32.84	减少 4.16 个百分点
净利率(%)	14.14	11.45	减少 2.70 个百分点
销售费用率(%)	8.65	5.77	减少 2.88 个百分点
管理费用率(%)	9.18	9.59	增加 0.42 个百分点
财务费用率(%)	1.28	1.82	增加 0.53 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2022 1-3Q 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021 1-3Q	2022 1-3Q	同比增长(%)
营业收入	1,007.48	1,301.58	29.19
营业税及附加	6.58	12.65	92.29
净营业收入	1,000.90	1,288.93	28.78
营业成本	616.78	882.91	43.15
销售费用	117.54	82.48	(29.83)
管理费用	110.43	132.89	20.34
财务费用	18.08	25.25	39.64
资产减值损失	(12.36)	3.63	129.37
营业利润	140.71	168.55	19.78
营业外收入	0.32	1.20	280.22
营业外支出	0.06	0.82	1,234.26
利润总额	140.97	168.93	19.84
所得税	27.62	35.67	29.15
少数股东损益	8.85	5.75	(35.05)
归属母公司股东净利润	104.50	127.51	22.02
扣除非经常性损益的净利润	91.81	104.26	13.56
每股收益(元)	0.89	0.78	(12.36)
扣非后每股收益(元)	1.05	0.89	(15.24)
毛利率(%)	38.78	32.17	减少 6.61 个百分点
净利率(%)	11.25	10.24	减少 1.01 个百分点
销售费用率(%)	11.67	6.34	减少 5.33 个百分点
管理费用率(%)	10.96	10.21	减少 0.75 个百分点
财务费用率(%)	1.79	1.94	增加 0.15 个百分点

资料来源：万得，中银证券



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,120	1,481	1,894	2,400	3,014
销售成本	661	1,000	1,305	1,611	2,008
经营费用	235	239	341	432	539
息税折旧前利润	697	998	1,221	1,543	1,919
折旧及摊销	451	775	940	1,154	1,422
经营利润(息税前利润)	246	223	281	389	497
净利润收入/(费用)	(43)	(31)	(38)	(48)	(60)
其他收益/(损失)	2	2	1	1	1
税前利润	203	191	243	341	437
所得税	35	27	34	48	61
少数股东权益	10	11	10	14	18
净利润	168	164	209	293	375
核心净利润	166	162	209	292	374
每股收益(人民币)	1.028	1.003	1.276	1.790	2.290
核心每股收益(人民币)	1.014	0.991	1.273	1.783	2.284
每股股息(人民币)	0.027	0.036	0.070	0.096	0.123
收入增长(%)	30	32	28	27	26
息税前利润增长(%)	36	(9)	26	38	28
息税折旧前利润增长(%)	44	43	22	26	24
每股收益增长(%)	29	(2)	27	40	28
核心每股收益增长(%)	52	(2)	28	40	28

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	203	191	243	341	437
折旧与摊销	451	775	940	1,154	1,422
净利息费用	43	31	38	48	60
运营资本变动	49	88	301	144	134
税金	100	74	186	233	286
其他经营现金流	(647)	(810)	(1,102)	(1,409)	(1,551)
经营活动产生的现金流	100	173	5	223	521
购买固定资产净值	102	333	266	247	281
投资减少/增加	26	(43)	(3)	(4)	(6)
其他投资现金流	0	0	1	0	2
投资活动产生的现金流	(128)	(290)	(262)	(242)	(273)
净增权益	(158)	38	0	0	0
净增债务	234	(22)	250	300	300
支付股息	4	6	21	30	38
其他融资现金流	43	123	(13)	(37)	(56)
融资活动产生的现金流	115	133	216	234	206
现金变动	85	16	(42)	215	454
期初现金	61	199	191	(9)	56
公司自由现金流	(28)	(117)	(257)	(19)	248
权益自由现金流	250	(16)	(20)	244	491

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

资产负债表(人民币 百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	199	191	(9)	56	206
应收帐款	310	535	738	960	1,196
库存	170	231	254	279	307
其他流动资产	84	109	88	101	109
流动资产总计	762	1,065	1,071	1,396	1,818
固定资产	1,081	1,394	1,827	2,204	2,571
无形资产	72	206	196	184	170
其他长期资产	129	186	159	157	170
长期资产总计	1,282	1,786	2,181	2,545	2,911
总资产	2,045	2,851	3,252	3,941	4,729
应付帐款	302	393	493	586	695
短期债务	412	367	467	567	667
其他流动负债	424	558	359	377	401
流动负债总计	1,138	1,319	1,319	1,530	1,762
长期借款	183	221	371	571	771
其他长期负债	13	23	23	23	23
股本	88	117	164	164	164
储备	623	1,172	1,376	1,654	2,009
股东权益	711	1,289	1,540	1,817	2,173
少数股东权益	20	57	67	81	98
总负债及权益	2,045	2,851	3,252	3,941	4,729
每股帐面价值(人民币)	4.21	7.52	8.99	10.60	12.66
每股有形资产(人民币)	11.97	11.93	18.50	22.77	27.66
每股净负债/(现金)(人民币)	2.50	1.92	5.31	6.74	7.66

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	62.2	67.4	64.5	64.3	63.7
息税前利润率(%)	22.0	15.0	14.8	16.2	16.5
税前利润率(%)	18.2	12.9	12.8	14.2	14.5
净利率(%)	16.0	11.8	11.6	12.8	13.0
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
利息覆盖率(倍)	16.4	31.8	32.2	32.1	31.8
净权益负债率(%)	57.6	32.6	56.5	60.8	57.8
速动比率(倍)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.9
估值					
市盈率(倍)	30.8	31.5	24.8	17.7	13.8
核心业务市盈率(倍)	31.2	31.9	24.8	17.7	13.8
市净率(倍)	7.5	4.2	3.5	3.0	2.5
价格/现金流(倍)	(185.0)	(59.2)	(20.1)	(272.8)	20.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)					
市盈率(倍)	4.0	3.7	4.2	3.4	2.7
周转率					
存货周转天数	55.3	56.9	48.9	42.4	37.2
应收帐款周转天数	101.0	131.8	142.3	146.0	144.8
应付帐款周转天数	167.0	143.5	138.1	132.7	126.2
回报率					
股息支付率(%)	2.6	3.6	5.5	5.4	5.4
净资产收益率(%)	25.1	13.6	14.2	16.9	18.1
资产收益率(%)	8.7	6.1	6.7	7.8	8.3
已运用资本收益率(%)	15.4	10.1	10.1	11.2	11.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371