

# 志特新材 (300986.SZ)

## 收入继续快速增长，毛利率环比改善

### 核心观点:

- 公司发布 2022 年三季报，前三季度实现收入 13.02 亿元，同比+29.19%，归母净利润 1.28 亿元，同比+22.02%。Q3 收入 5.2 亿元，同比+29.23%，归母净利润 0.57 亿元，同比+6.5%。
- 收入继续保持快速增长，铝模板主业稳健增长、爬架和装配式 PC 业务快速放量。Q1-Q3 公司收入增速分别为 16.89%、36.41%、29.23%，公司持续保持快速增长态势，铝模板主业稳健增长（其中境外铝模销售业务增长较快）、爬架和装配式 PC 业务快速放量。在地产需求下行期，公司作为行业龙头，凭借强大的竞争优势，加速生产基地布局和市场开拓，加大销售和研发人员布局，实现收入逆势高增，市场份额进一步提升，公司整体处于快速扩张期。
- 原材料跌价毛利率环比改善，规模效应摊薄费用率。Q3 毛利率 32.84%，同比-1.85pct，环比+0.22pct，毛利率同比下滑主要系公司原材料成本同比上涨、增速更快的新业务毛利率更低，但 Q2 以来铝价呈现下跌趋势，使得 Q3 毛利率环比改善。Q3 期间费用率 17.18%，同比+0.38pct，费用率同比上升主要系公司加大研发投入和利息支出增加，销售和管理费用率继续被摊薄。账期延长使得减值计提比例上升，影响利润增速。Q3 净利率 11.45%，同比-2.7pct。
- 应收周转率下降，存货和固定资产周转率改善，竞争力有所提升。
- 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 2.04/2.85/4.05 亿元，按最新收盘市值对应 PE 分别为 27.2/19.5/13.7 倍。参考可比公司估值及公司增长预期，维持公司合理价值 42.72 元/股的判断，对应 2023 年 PE 约 25 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示。下游需求下滑、铝价大幅上涨、应收款回收风险等。

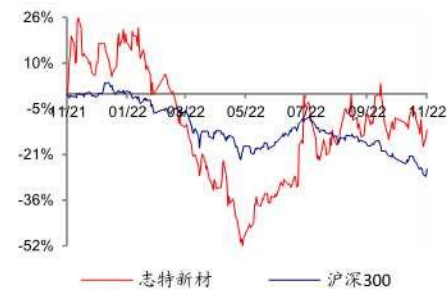
### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,120	1,481	1,917	2,522	3,379
增长率 (%)	29.9	32.3	29.4	31.6	34.0
EBITDA (百万元)	705	1,010	1,128	1,291	1,463
归母净利润 (百万元)	168	164	204	285	405
增长率 (%)	28.7	-2.4	23.9	39.8	42.4
EPS (元/股)	1.92	1.40	1.24	1.74	2.47
市盈率 (x)	-	45.57	27.22	19.48	13.68
ROE (%)	24.4	13.3	14.0	16.6	19.5
EV/EBITDA (x)	-	7.83	5.52	4.87	4.28

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	33.85 元
合理价值	42.72 元
前次评级	买入
报告日期	2022-11-02

### 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:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006



SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoqian@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:

张乾



SAC 执证号: S0260522080003



021-38003687



gzhangqian@gf.com.cn

请注意, 邹戈, 张乾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): 收入逆势增长, 业绩超预期 2022-08-16

公司发布2022年三季报，前三季度实现收入13.02亿元，同比+29.19%，归母净利润1.28亿元，同比+22.02%，扣非净利润1.04亿元，同比+13.56%。Q3收入5.2亿元，同比+29.23%，归母净利润0.57亿元，同比+6.5%，扣非净利润0.5亿元，同比+3.87%。

**收入继续保持快速增长，铝模板主业稳健增长、爬架和装配式PC业务快速放量。** Q1-Q3公司收入增速分别为16.89%、36.41%、29.23%，公司持续保持快速增长态势，分业务来看，铝模板主业稳健增长（其中境外铝模销售业务增长较快）、爬架和装配式PC业务快速放量。在地产需求下行期，公司作为行业龙头，凭借强大的竞争优势，加速生产基地布局和市场开拓，加大销售和研发人员布局，实现收入逆势高增，市场份额进一步提升，公司整体处于快速扩张期。

**原材料跌价毛利率环比改善，规模效应摊薄费用率。** 公司前三季度毛利率32.17%，同比-2.58pct；Q3毛利率32.84%，同比-1.85pct，环比+0.22pct，毛利率同比下滑主要系公司原材料成本同比上涨、增速更快的新业务毛利率更低，但Q2以来铝价呈现下跌趋势，使得Q3毛利率环比改善，据wind，截至2022年10月21日，华南铝锭价格同比下滑20%，原材料跌价有望继续贡献毛利率改善弹性。规模效应摊薄费用率，前三季度期间费用率18.49%，同比-1.9pct；Q3期间费用率17.18%，同比+0.38pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.57/-0.65/+1.06/+0.53pct，Q3费用率同比上升主要系公司加大研发投入和利息支出增加，销售和管理费用率继续被摊薄。前三季度信用减值损失/收入为-2.08%（“-”表示损失），同比-0.86pct；Q3信用减值损失/收入为-3.02%，同比-1.24pct，账期延长使得减值计提比例上升，影响利润增速。前三季度净利率10.24%，同比-1.01pct；Q3净利率11.45%，同比-2.7pct。

**应收周转率下降，存货和固定资产周转率改善，竞争力有所提升。** 前三季度经营性现金流净额-1.72亿元，去年同期0.54亿元，主要为本期应收账款回收周期延长，同时原材料采购增加导致本期经营活动净现金流出增加。从上下游产业链议价能力来看，前三季度公司应收项目（应收账款+应收票据+应收款项融资+其他应收款）为8.28亿元，同比+66%，应付项目（应付账款+应付票据+合同负债+其他应付款）为9.55亿元，同比+34%，应付项目绝对额大于应收项目绝对额，公司在产业链里具备较强议价能力，不过应收项目连续三年增加（连续三年周转率下降）。前三季度存货周转天数91天，同比减少0.5天，固定资产周转天数307天，同比减少18.5天，周转情况同比略有改善，公司运营能力（竞争力）有所提升。

**盈利预测与投资建议。** 建筑模板行业“以铝代木”趋势明显，铝模板渗透率快速提升，行业成长空间大，目前仍处于“大行业小企业”格局。公司铝模产能处于快速扩张期，行业内产能布局区域最广泛，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%，未来增长潜力较大。2019年以来公司拓展防护平台、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。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.04/2.85/4.05亿元，按最新收盘市值对应PE分别为27.2/19.5/13.7倍。参考可比公司估值及公司增长预期，维持公司合理价值42.72元/股的判断，对应2023年PE约25倍，维持“买入”评级。

**风险提示。**（1）**下游需求下滑的风险：**公司的铝模板、爬架和PC业务都直接受下游建筑业的影响，而建筑业的发展与房地产业紧密相关，房地产需求增速有下滑的风险。（2）**铝价波动的风险。**公司生产所需主要原材料为铝型材，其采购价格主要包括铝锭价格和加工费，铝锭作为大宗商品，市场价格具有一定的波动性，对原材料采购价格的波动对营业成本和利润的影响较大。（3）**应收账款回收的风险。**随着公司业务规模的不断扩大，未来各期应收账款账面余额的绝对金额仍有可能继续上升，金额较大的应收账款会给公司带来一定的营运资金压力；若公司客户到期不能偿付公司的应收账款，将会导致公司产生较大的坏账风险。

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>1,461</b>	<b>1,902</b>	<b>2,497</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>100</b>	<b>173</b>	<b>862</b>	<b>1,079</b>	<b>1,176</b>
货币资金	199	191	200	250	300	净利润	179	175	217	303	431
应收及预付	309	537	809	1,074	1,449	折旧摊销	451	779	839	893	909
存货	170	231	319	420	562	营运资金变动	-568	-814	-270	-202	-253
其他流动资产	85	106	132	158	186	其它	38	33	76	84	89
<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>-1,106</b>	<b>-1,055</b>	<b>-1,053</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-102	-333	-1,108	-1,057	-1,057
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	2	3	3
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>254</b>	<b>26</b>	<b>-73</b>
其他长期资产	15	53	53	53	53	银行借款	477	424	270	107	22
<b>资产总计</b>	<b>2,045</b>	<b>2,851</b>	<b>3,518</b>	<b>4,126</b>	<b>4,872</b>	股权融资	0	404	47	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,138</b>	<b>1,319</b>	<b>1,714</b>	<b>2,019</b>	<b>2,343</b>	其他	-362	-695	-63	-81	-95
短期借款	412	367	607	685	677	<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	461	583	749	<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	645	751	918	<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>1,988</b>	<b>2,323</b>	<b>2,677</b>						
股本	88	117	164	164	164						
资本公积	167	514	514	514	514						
留存收益	436	600	782	1,037	1,402						
归属母公司股东权益	691	1,232	1,461	1,715	2,081						
少数股东权益	20	57	70	88	114						
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,045</b>	<b>2,851</b>	<b>3,518</b>	<b>4,126</b>	<b>4,872</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>1,917</b>	<b>2,522</b>	<b>3,379</b>
营业成本	711	1,000	1,296	1,704	2,278
营业税金及附加	13	12	17	23	30
销售费用	73	103	123	156	203
管理费用	53	74	90	114	145
研发费用	50	75	102	129	169
财务费用	43	31	38	51	68
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	2	3	3
<b>营业利润</b>	<b>212</b>	<b>201</b>	<b>262</b>	<b>367</b>	<b>523</b>
营业外收支	2	1	2	3	3
<b>利润总额</b>	<b>214</b>	<b>202</b>	<b>264</b>	<b>369</b>	<b>526</b>
所得税	35	27	48	67	95
<b>净利润</b>	<b>179</b>	<b>175</b>	<b>217</b>	<b>303</b>	<b>431</b>
少数股东损益	10	11	13	18	26
<b>归属母公司净利润</b>	<b>168</b>	<b>164</b>	<b>204</b>	<b>285</b>	<b>405</b>
EBITDA	705	1,010	1,128	1,291	1,463
EPS (元)	1.92	1.40	1.24	1.74	2.47

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%	29.4%	31.6%	34.0%
营业利润增长	30.5%	-5.2%	30.5%	39.8%	42.4%
归母净利润增长	28.7%	-2.4%	23.9%	39.8%	42.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.5%	32.5%	32.4%	32.5%	32.6%
净利率	16.0%	11.8%	11.3%	12.0%	12.8%
ROE	24.4%	13.3%	14.0%	16.6%	19.5%
ROIC	16.1%	10.6%	9.9%	11.7%	14.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.2%	54.8%	56.5%	56.3%	55.0%
净负债比率	187.6%	121.2%	129.9%	128.8%	122.0%
流动比率	0.67	0.81	0.85	0.94	1.07
速动比率	0.52	0.62	0.65	0.72	0.81
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.55	0.52	0.54	0.61	0.69
应收账款周转率	3.93	3.02	2.56	2.53	2.51
存货周转率	6.60	6.42	6.00	6.00	6.02
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.92	1.40	1.24	1.74	2.47
每股经营现金流	1	1	5	7	7
每股净资产	7.87	10.52	8.91	10.47	12.70
<b>估值比率</b>					
P/E	-	45.57	27.22	19.48	13.68
P/B	-	6.08	3.80	3.23	2.67
EV/EBITDA	-	7.83	5.52	4.87	4.28

## 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：资深分析师，南京大学材料工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级分析师，南京大学经济学硕士，2020年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。