

股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

52周内高	51.22
52周内低	17.86
总市值(亿元)	60.66
流通市值(亿元)	25.91
总股本(亿股)	1.64
A股(亿股)	1.64
—已流通(亿股)	0.70
—限售股(亿股)	0.94

研究所

分析师：丁士涛

SAC 登记编号：S1340522090005

Email: dingshitao@cnpsec.com

志特新材 (300986.SZ):
转债扩张产能，多品类协同发展
● 事件：

2022年10月18日，志特新材对深交所下发的可转债问询函进行回复。公司拟发行可转债不超过6.14亿元，用于江门二期和重庆一期项目建设及补充流动资金。

● 铝模板产能扩张，防护平台提升协同效应

2021年末公司铝模系统产能300万平方米，防护平台1.4万个。本次募投项目将新增铝模系统90万平方米，防护平台1.5万个（铝模系统：江门30万+重庆60万，防护平台：江门1万个+重庆5000个）。可转债项目一方面可以扩充铝模板和防护平台产能，另一方面有利于公司发挥协同效应，实现“1+N”战略的落地。2022年上半年，公司实现营业收入7.82亿元，同比增长29%，其中：铝模板收入5.38亿元、同比增长12%，防护平台业务收入0.76亿元、同比增长56%，铝模板和防护平台共同驱动收入增长。

● 行业市场空间广阔，市占率提升空间大

根据中国基建物资租赁承包协会统计，2021年国内防护平台市场空间330亿元，保有量138万个；铝模板市场空间383亿元，保有量7950万平方米。短期受地产新开工下滑影响，我们预计2022年铝模板市场空间约339亿元。假设2023-2025年地产新开工增速-5%/年，渗透率增至45%，我们预计2025年铝模板行业市场空间将增至436亿元。公司铝模板市占率约4%、防护平台市占率约1%，未来市占率提升空间大。

● 股权激励方案落地，三年收入复合增速不低于30%

2022年5月，公司发布限制性股权激励方案，首次授予人数为88人、授予价格16.8元。股权激励方案对2022-2024年营业收入进行考核，按触发值计算，2022-2024年收入17.18/24.05/32.71亿元、CAGR=30%，按目标值计算，2022-2024年收入21.47/30.07/40.89亿元、CAGR=40%。如果股权激励达到行权条件，意味着公司2022-2024年收入增速不低于30%。2022-2024年股权激励摊销费用659/791/379万元，对净利润影响小。

● 上下游双重挤压，行业集中度快速提升

受地产政策、疫情反复及原材料价格上涨影响，铝模板行业两级分化加速。2021 年收入在 2 亿元以上的企业数量占比有所增加，收入在 0.5 亿元以下的企业数量占比有所下降。公司作为行业内的头部企业，一方面公司的下游客户更加优质，另一方面上市后公司资金实力增强，原材料采购的资金优势明显。上市以来，公司借助资本市场融资，实现产能的快速扩张。2022 年上半年，公司结存的铝模板 272 万平方米，增速远超行业平均水平。

● 龙头经营困难，公司借机完成全国化布局

中国忠旺是铝模板行业的龙头企业，2020 年公司市占率约 27%。根据中国忠旺在港交所披露的信息，忠旺集团等十四家公司被申请破产重整。由于铝模板行业属于资金密集型行业且租赁业务具有强服务属性，行业龙头目前的状态给了志特新材弯道超车的机会。自上市以来公司加速产能扩张力度，形成了华中、华南、华北、西北及西南的全国化布局。

● 原材料价格回落，公司成本压力减轻

铝模板的原材料是铝型材，铝型材的定价为电解铝+加工费模式，因此电解铝价格的变化对公司成本影响大。我们测算，电解铝价格变动 5000 元（含税）对公司租赁成本的影响约 0.96 元/平米（不含税）。2022 年以来，SHFE 铝价从 24000 元跌至 18000 元、LME 铝价从 4100 美元跌至 2100 美元，铝价下跌有利于减轻成本压力。

● 研发提升竞争力，公司先发优势突出

租赁业务链条长，需要公司加大研发投入对全流程进行管控以提高周转率。周转率增加意味着承接订单能力的加强及以更快的速度进行摊销。公司模板租赁会计折旧次数为 120 次，当模板折旧计提完毕，后续使用不再计提折旧费用时，租赁成本将大幅下降。2017 年以来，公司研发费用率在 5% 上下波动，2022 年上半年增至 5.32%。持续的研发投入和存量模板的增加，未来公司竞争优势会愈加明显。

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司 22-24 年营业收入 19.27/25.05/32.56 亿元、同比增长 30/30/30%，归母净利润 2.20/3.03/4.25 亿元、同比增长 34/38/40%。按照 22 年 10 月 19 日收盘价计算，22-24 年对应 PE 27/19/14 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

地产新开工大幅下滑；原材料价格上涨；租赁价格持续回落；疫情对施工影响加剧；下游回款风险。

盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1481.17	1926.60	2504.58	3255.95
增长率 (%)	32.30%	30.07%	30.00%	30.00%
归属母公司净利润 (百万元)	164.43	219.53	303.35	424.78
增长率 (%)	-2.39%	33.51%	38.18%	40.03%
毛利率 (%)	32.45%	31.10%	31.87%	32.64%
净利率 (%)	11.10%	11.39%	12.11%	13.05%
EPS (元/股)	1.53	1.34	1.85	2.59
市盈率 (P/E)	23.45	26.79	19.39	13.84
ROE	13.35%	15.31%	17.46%	19.65%

数据来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 19 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	1481.17	1926.60	2504.58	3255.95	营业收入	32.30%	30.07%	30.00%	30.00%
营业成本	1000.49	1327.48	1706.43	2193.27	营业利润	-5.15%	33.69%	38.34%	40.15%
税金及附加	11.90	15.48	20.12	26.15	归属于母公司净利润	-2.39%	33.51%	38.18%	40.03%
销售费用	103.15	134.17	174.41	226.74	获利能力				
管理费用	73.91	96.14	124.98	162.47	毛利率	32.45%	31.10%	31.87%	32.64%
研发费用	74.71	97.17	126.32	164.22	净利率	11.10%	11.39%	12.11%	13.05%
财务费用	31.39	22.18	28.43	27.03	ROE	13.35%	15.31%	17.46%	19.65%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.58%	12.04%	13.95%	16.08%
营业利润	201.04	268.77	371.81	521.07	偿债能力				
营业外收入	2.26	2.26	2.26	2.26	资产负债率	54.79%	57.29%	55.34%	55.43%
营业外支出	1.19	1.19	1.19	1.19	流动比率	0.81	0.82	0.88	0.98
利润总额	202.12	269.85	372.88	522.15	营运能力				
所得税	27.02	36.07	49.84	69.79	应收账款周转率	3.82	3.00	3.01	3.00
净利润	175.10	233.78	323.04	452.35	存货周转率	7.40	6.21	6.28	6.35
归母净利润	164.43	219.53	303.35	424.78	总资产周转率	0.61	0.60	0.66	0.71
每股收益(元)	1.53	1.34	1.85	2.59	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.53	1.34	1.85	2.59
货币资金	190.90	-0.78	167.79	226.23	每股净资产	7.52	8.75	10.60	13.19
交易性金融资产	25.91	25.91	25.91	25.91	估值比率				
应收票据及应收账款	521.36	844.77	924.90	1381.08	PE	23.45	26.79	19.39	13.84
预付款项	15.94	21.15	27.18	34.94	PB	4.77	4.10	3.38	2.72
存货	230.70	390.01	407.89	617.64	现金流量表				
流动资产合计	1065.39	1378.28	1652.99	2396.68	净利润	175.10	233.78	323.04	452.35
固定资产	1393.57	1558.39	1708.20	1843.01	折旧和摊销	778.57	140.19	155.19	170.19
在建工程	133.16	233.16	333.16	433.16	营运资本变动	-814.14	-158.77	81.34	-123.10
无形资产	206.49	301.49	346.49	391.49	其他	33.14	31.74	34.75	35.40
非流动资产合计	1786.09	2146.00	2440.82	2720.63	经营活动现金流净额	172.67	246.94	594.32	534.84
资产总计	2851.48	3524.29	4093.81	5117.31	资本开支	-333	-499	-449	-449
短期借款	366.86	366.86	366.86	366.86	其他	43.40	1.12	1.58	2.06
应付票据及应付账款	393.46	665.15	695.65	1053.38	投资活动现金流净额	-289.51	-497.80	-447.33	-446.85
其他流动负债	558.35	641.46	807.44	1020.86	股权融资	403.91	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1318.67	1673.47	1869.95	2441.10	债务融资	-22.16	101.79	50.00	0.00
其他	243.78	345.57	395.57	395.57	其他	-248.56	-42.60	-28.42	-29.54
非流动负债合计	243.78	345.57	395.57	395.57	筹资活动现金流净额	133.19	59.19	21.58	-29.54
负债合计	1562.45	2019.04	2265.52	2836.67	现金及现金等价物净增加额	15.76	-191.68	168.57	58.44
股本	117.07	163.89	163.89	163.89					
资本公积金	514.31	467.48	467.48	467.48					
未分配利润	555.57	724.61	982.46	1343.53					
少数股东权益	57.00	71.24	90.93	118.50					
其他	45.09	78.02	123.53	187.24					
所有者权益合计	1289.04	1505.25	1828.29	2280.64					
负债和所有者权益总计	2851.48	3524.29	4093.81	5117.31					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。