

亚士创能 (603378)

证券研究报告

2021 年 01 月 26 日

业绩高增长，回购预案彰显信心

20FY 业绩预告如期高增长，回购预案彰显信心，维持“买入”评级

公司 1 月 25 日晚发布 20FY 业绩预告，预计 20FY 归母净利 3.03-3.25 亿元，yoy+165%~185%，中值 3.14 亿元，基本符合市场和我们预期，公司预计扣非归母净利 2.84-3.01 亿元，yoy+255%~275%，我们判断公司业绩高增长，主要受营收高增长和毛利率提升带动。公司同时公告，拟以不高于 60 元/股的价格，在未来 12 个月内回购 0.55-1 亿元普通股，回购股份拟用于未来股权激励，我们认为公司此时公告回购预案，彰显对未来发展的信心。我们认为公司未来有望充分受益行业集中度提升与自身产能释放，高成长性有望持续，预计 20-22 年 EPS1.56/2.33/3.02 元，维持“买入”评级。

Q4 营收或进一步提速，原材料涨价或使得毛利率边际回落

以公司归母净利润预计中值 3.14 亿元计算，公司 20 年 Q1-4 单季归母净利润 -0.53/1.64/1.26/0.77 亿元，Q2-4 单季同比增速 254%/184%/126%，Q4 继续实现较高增长。20Q1-3 公司涂料/保温装饰板/保温板营收同比增速 +33%/+26%/-33%，销售单价同比-4%/-5%/-17%，但前三季在疫情影响下，丙烯酸酯、钛白粉、苯乙烯等主要原材料单价同比降幅均较大，对前三季公司毛利率形成较大正面影响，20Q4 主要化工品价格出现较为明显的上涨过程，我们预计或使得 Q4 公司毛利率环比 20Q3 有所回落，但在良好的下游景气带动下，公司 20Q4 收入同比增速或较前三季进一步提高。

B 端优势有望向多元化扩散，中长期成长动力足

我们认为国内建涂市场总体仍然分散，但地产集采趋势及环保等因素正加速行业集中度提升，公司在 B 端建涂市场具备较强的品牌和渠道优势，自身产能释放有望改善市场布局，而借助于涂料产能的日臻完善，公司也有望加快传统优势保温产品的扩张及行业整合。防水等新品类的扩张也有望为公司带来新的增长点。去年 9 月末公司亦发布新零售业务，采用线上合伙人模式进行布局。公司去年未完成对实控人定增，有助于优化资本结构。11 月初公司完成员工持股计划股票购买，当前时点拟进一步回购，彰显公司对未来发展的信心。

估值具性价比，维持“买入”评级

根据公司业绩预告情况，考虑后续原材料价格波动可能对公司高盈利能力持续性造成一定影响，根据最新股本，我们调低公司盈利预测，预计 20-22 年 EPS1.56/2.33/3.02 元（前值 1.74/2.68/3.98 元），当前可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE31.8 倍，我们认为公司持续成长性较强，认可给予 21 年 32 倍 PE，对应目标价 74.56 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产下游对供应链付款收紧超预期；产能投放不及预期；行业竞争加剧导致盈利能力下降。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,662.26	2,424.99	3,394.99	4,413.48	5,605.12
增长率(%)	22.64	45.89	40.00	30.00	27.00
EBITDA(百万元)	167.84	349.51	437.79	605.75	752.71
净利润(百万元)	58.73	114.18	320.74	480.93	621.73
增长率(%)	(48.36)	94.41	180.90	49.94	29.28
EPS(元/股)	0.28	0.55	1.56	2.33	3.02
市盈率(P/E)	146.14	75.17	26.76	17.85	13.80
市净率(P/B)	6.54	6.28	5.25	4.35	3.57
市销率(P/S)	5.16	3.54	2.53	1.94	1.53
EV/EBITDA	13.95	11.05	17.83	12.18	8.99

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	41.63 元
目标价格	74.56 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	206.17
流通 A 股股本(百万股)	194.80
A 股总市值(百万元)	8,583.00
流通 A 股市值(百万元)	8,109.52
每股净资产(元)	8.05
资产负债率(%)	61.53
一年内最高/最低(元)	87.56/20.90

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

股价走势



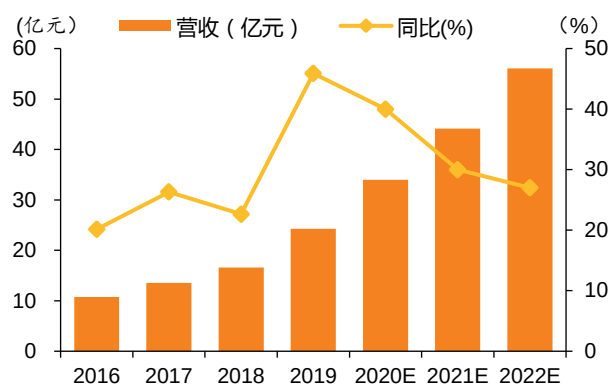
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《亚士创能-季报点评:Q3 营收创新高，高增长有望持续》2020-11-03
- 2 《亚士创能-半年报点评:Q2 营收实现高增长，盈利能力超预期》2020-08-26
- 3 《亚士创能-首次覆盖报告:行业发展趋势向好，龙头进入稳步增长》2020-02-27

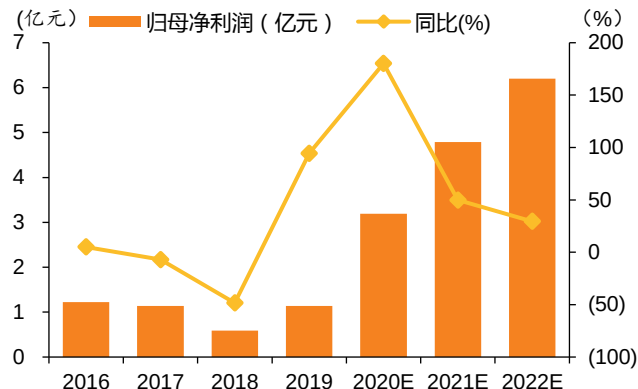
公司经营数据及可比公司估值表

图 1：公司历史及预测营收及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司历史及预测归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002271.SZ	东方雨虹	1,215.66	51.78	0.88	1.33	1.63	2.00	58.84	38.93	31.77	25.89
603826.SH	坤彩科技	158.61	33.89	0.31	0.49	1.21	2.24	109.32	69.16	28.01	15.13
300737.SZ	科顺股份	159.06	26.00	0.60	1.32	1.67	2.14	43.33	19.70	15.57	12.15
603737.SH	三棵树	420.35	156.33	1.51	1.86	3.02	3.99	103.53	84.05	51.76	39.18
	平均值							78.76	52.96	31.78	23.09
603378.SH	亚士创能	85.83	41.63	0.55	1.56	2.33	3.02	75.69	26.76	17.85	13.80

注：数据截至 20210125 收盘，除亚士创能 20-22 年 EPS 为天风预测外，其余公司 20-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	663.33	660.11	916.65	1,191.64	1,729.15
应收票据及应收账款	783.48	832.25	1,148.15	1,254.74	1,547.82
预付账款	14.23	4.78	19.37	14.69	25.82
存货	148.50	142.92	161.12	212.80	258.19
其他	89.55	472.73	247.31	295.25	387.11
流动资产合计	1,699.09	2,112.79	2,492.60	2,969.12	3,948.09
长期股权投资	0.73	2.21	2.21	2.21	2.21
固定资产	589.44	580.19	633.06	679.05	707.93
在建工程	91.76	156.67	130.00	126.00	105.60
无形资产	122.41	192.48	187.27	182.06	176.85
其他	39.69	135.96	121.59	124.04	125.75
非流动资产合计	844.03	1,067.51	1,074.13	1,113.37	1,118.34
资产总计	2,543.12	3,180.30	3,566.73	4,082.49	5,066.43
短期借款	100.85	112.00	161.13	57.98	0.00
应付票据及应付账款	545.54	1,013.77	1,325.00	1,516.79	2,062.70
其他	238.07	384.78	328.93	439.64	505.53
流动负债合计	884.47	1,510.55	1,815.05	2,014.41	2,568.23
长期借款	240.00	200.00	34.96	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	106.49	103.74	80.80	97.01	93.85
非流动负债合计	346.49	303.74	115.76	97.01	93.85
负债合计	1,230.96	1,814.29	1,930.81	2,111.42	2,662.08
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	194.80	194.80	206.17	206.17	206.17
资本公积	578.40	578.40	578.40	578.40	578.40
留存收益	1,117.36	1,206.22	1,429.74	1,764.90	2,198.18
其他	(578.40)	(613.41)	(578.40)	(578.40)	(578.40)
股东权益合计	1,312.16	1,366.01	1,635.91	1,971.07	2,404.35
负债和股东权益总计	2,543.12	3,180.30	3,566.73	4,082.49	5,066.43

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	58.73	114.18	320.74	480.93	621.73
折旧摊销	33.36	58.11	39.01	43.21	46.73
财务费用	7.76	28.54	35.79	15.34	(1.22)
投资损失	(10.20)	(10.42)	(10.42)	(10.42)	(10.42)
营运资金变动	41.05	(137.77)	57.36	122.84	182.12
其它	(50.74)	374.27	(28.67)	4.78	6.37
经营活动现金流	79.97	426.92	413.82	656.69	845.32
资本支出	101.86	187.42	82.94	63.79	53.16
长期投资	0.72	1.48	0.00	0.00	0.00
其他	(191.77)	(453.60)	(75.19)	(142.93)	(105.49)
投资活动现金流	(89.18)	(264.70)	7.75	(79.14)	(52.32)
债权融资	445.85	352.00	273.59	132.14	63.89
股权融资	(21.32)	(83.01)	10.59	(15.34)	1.22
其他	(291.95)	(458.37)	(449.22)	(419.36)	(320.60)
筹资活动现金流	132.59	(189.38)	(165.04)	(302.56)	(255.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	123.38	(27.17)	256.53	274.99	537.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,662.26	2,424.99	3,394.99	4,413.48	5,605.12
营业成本	1,172.05	1,621.79	2,104.89	2,692.22	3,391.10
营业税金及附加	13.44	15.88	22.23	28.89	39.24
营业费用	234.41	398.45	543.20	728.22	952.87
管理费用	90.04	115.34	145.98	187.57	235.42
研发费用	47.16	64.48	91.66	123.58	162.55
财务费用	21.32	48.00	35.79	15.34	(1.22)
资产减值损失	27.71	(8.11)	70.00	105.64	134.76
公允价值变动收益	0.00	0.00	(28.67)	4.78	6.37
投资净收益	10.20	10.42	10.42	10.42	10.42
其他	(33.67)	31.89	36.50	(30.39)	(33.57)
营业利润	79.60	126.86	362.98	547.20	707.20
营业外收入	1.49	3.18	3.18	1.00	1.00
营业外支出	0.42	1.69	1.69	1.69	1.69
利润总额	80.67	128.36	364.47	546.51	706.51
所得税	21.94	14.18	43.74	65.58	84.78
净利润	58.73	114.18	320.74	480.93	621.73
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	58.73	114.18	320.74	480.93	621.73
每股收益（元）	0.28	0.55	1.56	2.33	3.02

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	22.64%	45.89%	40.00%	30.00%	27.00%
营业利润	-36.55%	59.37%	186.12%	50.75%	29.24%
归属于母公司净利润	-48.36%	94.41%	180.90%	49.94%	29.28%
获利能力					
毛利率	29.49%	33.12%	38.00%	39.00%	39.50%
净利率	3.53%	4.71%	9.45%	10.90%	11.09%
ROE	4.48%	8.36%	19.61%	24.40%	25.86%
ROIC	7.43%	14.74%	39.93%	57.77%	80.85%
偿债能力					
资产负债率	48.40%	57.05%	54.13%	51.72%	52.54%
净负债率	-16.57%	-22.56%	-39.31%	-53.75%	-69.26%
流动比率	1.92	1.40	1.37	1.47	1.54
速动比率	1.75	1.30	1.28	1.37	1.44
营运能力					
应收账款周转率	2.29	3.00	3.43	3.67	4.00
存货周转率	11.57	16.64	22.33	23.61	23.80
总资产周转率	0.72	0.85	1.01	1.15	1.23
每股指标（元）					
每股收益	0.28	0.55	1.56	2.33	3.02
每股经营现金流	0.39	2.07	2.01	3.19	4.10
每股净资产	6.36	6.63	7.93	9.56	11.66
估值比率					
市盈率	146.14	75.17	26.76	17.85	13.80
市净率	6.54	6.28	5.25	4.35	3.57
EV/EBITDA	13.95	11.05	17.83	12.18	8.99
EV/EBIT	17.37	13.22	19.57	13.12	9.58

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com