

亚士创能 (603378)

证券研究报告

2022年08月19日

二季度呈现韧性，看好后续基本面回暖

Q2 环比实现扭亏为盈，中长期业绩仍具备成长性

公司发布 22 年中报，22H1 实现营业收入 14.13 亿元，同比-38.66%，归母净利润 0.32 亿元，同比-49.25%，扣非归母净利润 0.01 亿元，同比-96.32%。业绩下滑主要系公司战略性收缩大 B 业务且疫情影响所致。单季度看，22Q2 公司实现营收 9.25 亿元，同比-45.68%，归母净利润 0.7 亿元，同比+3.89%，环比 Q1 已实现扭亏为盈。我们认为在上半年疫情扰动情况下，公司 Q2 经营情况已有改善趋势，当前估值处于较低位置，中长期来看，我们认为渠道变革完成后公司仍具备较好成长性。

产品提价&成本下行带动毛利率上行，销售渠道布局不止步

分业务来看，22H1 公司功能型建筑涂料实现收入 10.02 亿元，同比-27.24%，销量 29.2 万吨，同比-37.22%，其中家装涂料实现收入 0.63 亿元，同比-53.47%，建筑节能材料/保温材料/保温装饰板/防水材料分别实现收入 3.0/0.99/1.52/0.64 亿元，同比-60.62%/-78.46%/-22.05%/-40.35%，疫情扰动叠加地产需求疲软导致收入端下滑明显。公司功能性建筑涂料/建筑节能材料/保温材料/保温装饰板/防水材料业务毛利率分别+4.25/+4.6/+1.21/+2.43/+1.28pct，受产品提价及成本下行影响，毛利率提升明显。销售渠道方面，22H1 公司经销商达 2.5 万家，环比 21 年末+42.4%。

营收下滑导致费用率上升，盈利能力仍存改善空间

22H1 公司整体毛利率 31.2%，同比+6.4pct，得益于产品提价以及产品结构调整，毛利率较高的建筑涂料占比同比+11.8pct。期间费用率 28.93%，同比+8.8pct，其中销售/管理/研发/财务/费用率分别+3.8/+1.9/+1.5/+1.7pct，费用率提升主要因销售收入下滑导致费用未能摊薄。综合影响下公司净利率 2.3%，同比-0.3pct。22H1 公司 CFO 净额-3.02 亿元，同比少流出 3.77 亿元，主要系公司支付的保证金减少。收现比 109.6%，付现比 175.9%，同比分别+19.5/+99.7pct。22H1 应收票据及账款 24.33 亿元，同比-3.21 亿元。原材料方面，22 年以来钛白粉价格-13.3%，产能方面，公司建设中新工厂主要包括重庆、石家庄、广州地区，随着新建工厂产能逐步释放，公司委外产品占比有望进一步下降，未来盈利能力仍有较大提升空间。

长期成长逻辑仍在，维持“买入”评级

当前行业内集中度仍然较低，我们认为公司有望依托渠道变革与风险防控，不断提升自身市占率。原材料价格回落和后续产能释放亦有望带动毛利率持续上行，中长期仍具备较好的成长基础，2023 年盈利端有望展现高弹性。考虑到公司调整收入结构，减少地产占比，我们下调 22-24 年归母净利润至 1.1/3.4/5.2 亿元（前值为 3.3/5.7/8.0 亿元），对应 PE 42/13/8.5 倍，公司估值处于历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：地产政策收紧超预期，原材料价格上涨超预期，产能投放进度不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,506.69	4,715.13	3,247.79	4,619.52	6,243.39
增长率(%)	44.61	34.46	(31.12)	42.24	35.15
EBITDA(百万元)	667.69	298.52	281.69	599.43	842.60
归属母公司净利润(百万元)	315.60	(543.99)	105.39	339.59	522.39
增长率(%)	176.40	(272.37)	(119.37)	222.23	53.83
EPS(元/股)	0.73	(1.26)	0.24	0.79	1.21
市盈率(P/E)	14.06	(8.16)	42.11	13.07	8.50
市净率(P/B)	2.17	2.74	2.58	2.20	1.77
市销率(P/S)	1.27	0.94	1.37	0.96	0.71
EV/EBITDA	11.95	24.83	16.97	7.40	4.58

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	431.74
流通 A 股股本(百万股)	428.60
A 股总市值(百万元)	4,438.25
流通 A 股市值(百万元)	4,405.97
每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	76.51
一年内最高/最低(元)	36.30/9.15

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
wangtaoa@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《亚士创能-年报点评报告:21H2 压力期已过，22Q1 毛利率大幅回升》2022-05-01
- 《亚士创能-公司点评:大股东全额认购定增彰显信心》2021-11-16
- 《亚士创能-季报点评:收入保持较好增长，毛利率下行影响利润》2021-10-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,381.61	1,033.05	974.34	1,385.86	1,873.02
应收票据及应收账款	2,037.64	2,388.06	1,040.17	2,039.51	1,775.89
预付账款	13.78	22.57	0.23	29.71	12.24
存货	200.36	289.48	94.38	442.53	272.32
其他	232.71	464.47	318.27	330.93	370.07
流动资产合计	3,866.10	4,197.62	2,427.39	4,228.53	4,303.53
长期股权投资	3.09	3.28	3.28	3.28	3.28
固定资产	722.74	699.41	1,160.65	1,463.53	1,359.38
在建工程	82.86	862.60	817.56	610.53	610.53
无形资产	298.62	541.51	535.46	529.41	523.36
其他	221.20	864.13	659.08	693.68	734.73
非流动资产合计	1,328.52	2,970.93	3,176.03	3,300.44	3,231.29
资产总计	5,194.62	7,182.12	5,603.43	7,528.97	7,534.82
短期借款	574.01	1,006.63	1,337.35	1,436.25	1,555.98
应付票据及应付账款	1,788.63	3,053.77	1,471.46	2,465.85	2,299.78
其他	488.56	707.29	361.33	880.07	611.26
流动负债合计	2,851.20	4,767.70	3,170.14	4,782.17	4,467.02
长期借款	150.00	436.06	550.42	539.97	348.87
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	104.05	289.76	165.85	186.55	214.05
非流动负债合计	254.05	725.82	716.27	726.52	562.93
负债合计	3,147.28	5,562.07	3,886.41	5,508.69	5,029.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	206.17	298.95	431.74	431.74	431.74
资本公积	964.58	895.64	895.64	895.64	895.64
留存收益	908.81	279.08	363.26	646.06	1,104.30
其他	(32.24)	146.38	26.38	46.84	73.20
股东权益合计	2,047.33	1,620.05	1,717.02	2,020.28	2,504.88
负债和股东权益总计	5,194.62	7,182.12	5,603.43	7,528.97	7,534.82

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	315.60	(543.99)	105.39	339.59	522.39
折旧摊销	81.44	65.13	89.85	110.20	110.20
财务费用	43.37	71.80	64.96	78.53	99.89
投资损失	(6.87)	(1.07)	0.50	0.50	0.50
营运资金变动	117.75	(1,504.24)	(104.81)	93.65	(54.23)
其它	(298.25)	886.60	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	253.04	(1,025.77)	155.89	622.47	678.75
资本支出	254.52	875.01	623.91	179.30	(27.50)
长期投资	0.88	0.19	0.00	0.00	0.00
其他	(482.28)	(1,989.55)	(1,124.41)	(379.80)	27.00
投资活动现金流	(226.87)	(1,114.36)	(500.50)	(200.50)	(0.50)
债权融资	380.45	743.42	294.32	25.88	(153.30)
股权融资	305.49	202.45	(8.42)	(36.33)	(37.80)
其他	(96.33)	595.75	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	589.62	1,541.63	285.90	(10.45)	(191.09)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	615.78	(598.50)	(58.72)	411.52	487.16

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,506.69	4,715.13	3,247.79	4,619.52	6,243.39
营业成本	2,368.06	3,582.56	2,303.15	3,221.44	4,289.07
营业税金及附加	34.49	40.71	28.04	39.88	53.90
销售费用	401.66	662.62	487.17	577.44	780.42
管理费用	128.53	224.48	162.39	189.40	249.74
研发费用	96.45	118.09	81.19	108.56	143.60
财务费用	41.56	98.96	64.96	78.53	99.89
资产/信用减值损失	(117.09)	(795.84)	(55.21)	(53.12)	(68.68)
公允价值变动收益	0.00	18.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.87	1.07	(0.50)	(0.50)	(0.50)
其他	198.48	1,463.43	(53.00)	(33.00)	(33.00)
营业利润	347.68	(699.01)	118.18	383.65	590.59
营业外收入	3.19	2.30	1.58	2.25	3.04
营业外支出	4.71	4.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	346.16	(701.05)	119.76	385.90	593.63
所得税	30.55	(157.06)	14.37	46.31	71.24
净利润	315.60	(543.99)	105.39	339.59	522.39
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	315.60	(543.99)	105.39	339.59	522.39
每股收益(元)	0.73	(1.26)	0.24	0.79	1.21

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	44.61%	34.46%	-31.12%	42.24%	35.15%
营业利润	174.06%	-301.05%	-116.91%	224.63%	53.94%
归属于母公司净利润	176.40%	-272.37%	-119.37%	222.23%	53.83%
获利能力					
毛利率	32.47%	24.02%	29.09%	30.26%	31.30%
净利率	9.00%	-11.54%	3.24%	7.35%	8.37%
ROE	15.42%	-33.58%	6.14%	16.81%	20.86%
ROIC	40.38%	-38.21%	12.03%	19.75%	30.07%
偿债能力					
资产负债率	60.59%	77.44%	69.36%	73.17%	66.76%
净负债率	-29.68%	36.01%	58.32%	34.36%	6.13%
流动比率	1.34	0.87	0.77	0.88	0.96
速动比率	1.27	0.81	0.74	0.79	0.90
营运能力					
应收账款周转率	2.44	2.13	1.89	3.00	3.27
存货周转率	20.43	19.25	16.92	17.21	17.47
总资产周转率	0.84	0.76	0.51	0.70	0.83
每股指标(元)					
每股收益	0.73	-1.26	0.24	0.79	1.21
每股经营现金流	0.59	-2.38	0.36	1.44	1.57
每股净资产	4.74	3.75	3.98	4.68	5.80
估值比率					
市盈率	14.06	-8.16	42.11	13.07	8.50
市净率	2.17	2.74	2.58	2.20	1.77
EV/EBITDA	11.95	24.83	16.97	7.40	4.58
EV/EBIT	13.55	31.23	24.92	9.07	5.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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