

亚士创能 (603378.SH)

强烈推荐 (维持)

定增募资助发展, 实控人全额认购显信心

2022年11月27日,公司公告《2021年度非公开发行A股股票预案(修订稿)》,拟向公司实控人李金钟先生定向增发不超过7604.56万股股份(含本数)募资不超过6.00亿元(含发行费用);发行价格为7.89元/股(下修前为19.39元/股),相比最新收盘价11.14元/股,折价率为29.17%;限售期为18个月;募集资金总额扣除发行费用后用于补充流动资金或偿还银行债务。

- **定增优化资本结构, 助力可持续发展。**截至2022年三季度末,公司资产负债率为75.29%,总负债为52.01亿元;若按募资上限测算,本次定增发行后,预计公司资产负债率可降低6.02pct至69.27%。通过定增募资用于补流、偿还银行债务以降低资产负债率,公司财务结构得到改善,有助于增强公司短期偿债能力和抗风险能力。另一方面,公司近年来不断拓展产品品类、加速推进全国产能布局,并推动销售网络密度提升与渠道下沉,销售规模不断扩大,2019年-2021年营业收入CAGR为39.44%。随着公司经营规模扩张,公司对流动资金的需求也同步保持增长,本次定增有利于增强公司流动资金实力,为可持续发展提供有力保障。
- **实控人全额认购定增, 彰显信心。**截至2022年三季度末,公司实际控制人李金钟先生直接间接持有公司58.26%的股权;若按发行数量上限测算,定增后李金钟先生直接间接持股比例将+6.25pct至64.51%,公司实际控制权未发生改变。实控人全额认购本次定增股份,充分彰显其对公司未来经营发展信心。
- **地产收缩加速行业出清, “保交楼” 短期提振需求。**房地产需求景气底部下,建筑涂料行业分化加剧,中小企业加速出局,头部企业优势巩固,行业集中度进一步提升。短期内,挺过行业寒冬的企业有望受益于“保交楼”的持续推进。2022/11/22国常会提出推进“保交楼”专项借款尽快全面落到项目,激励商业银行新发放“保交楼”贷款,加快项目建设和交付。结合近日银保监会负责人表示“保交楼”专项借款资金已基本投放至项目,竣工端修复料将加速,有望提振竣工端建材(如建筑涂料)需求。
- **看好盈利能力逐步修复, 稳健战略助回款质量提升。**(1) 成本高压舒缓后毛利率回升, 内部降本控费有望进一步修复净利率。22Q3建筑涂料原材料钛白粉/环氧树脂均价同比下降20.4%/42.7%,带动公司整体毛利率+2.34pct。公司内部也围绕“销量、价格、成本、费用”部署管理组合拳,提质增效料将进一步降低费用率,提高净利率水平。(2) 战略性收缩大B业务, 稳健经营保障回款质量。当前地产链风险敞口仍在,公司严格控制赊销,主动收缩回款周期较长的地产大B业务,避免松动资金换业绩。较强的风控意识带动公司回款质量显著提升,22Q1-Q3收现比为1.10,同比+0.35,彰显渠道结构调整的积极作用。
- 公司是国内少数同时拥有建筑涂料、保温装饰一体化材料、保温材料和防水材料四大产品及其系统服务能力的企业,发行定增改善流动性,有助于提高经营质量、支撑长期增长。当前估值具备安全边际,明年有望获得较高业绩弹性。我们预计2022-2023年EPS分别为0.27元、0.59元,对应PE分别为42.0x、19.0x,维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示: 原材料价格上涨、地产投资增速下滑、应收账款回收不及时、产能投放进度不及预期、定增进度不及预期**

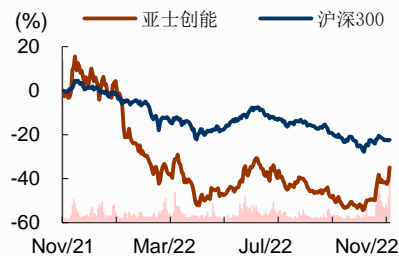
中游制造/建材
目标估值: NA
当前股价: 11.14元

基础数据

总股本(万股)	43174
已上市流通股(万股)	42860
总市值(亿元)	48
流通市值(亿元)	48
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	-35.4
资产负债率	75.3%
主要股东	上海创能明投资有限公司
主要股东持股比例	26.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	7	-41
相对表现	21	12	-17



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《亚士创能(603378)—Q2业绩转盈, 加码渠道整合下探》2022-08-19
- 《亚士创能(603378)—成本、减值计提影响业绩, 加码产能和经销布局》2022-05-01
- 《亚士创能(603378)—各项业务稳健发展, 成本上行利润承压》2021-10-29

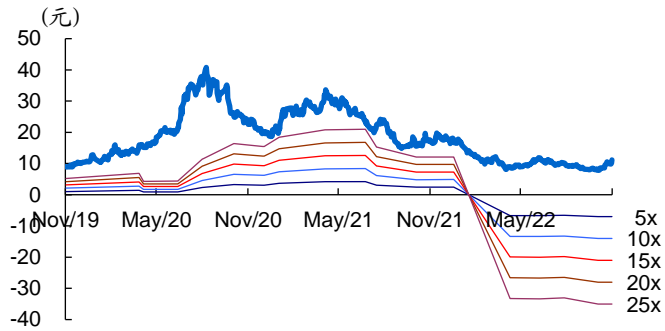
郑晓刚 S1090517070008
 zhengxiaogang@cmschina.com.cn
 袁定云 研究助理
 yuandingyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3507	4715	3190	4344	5589
同比增长	45%	34%	-32%	36%	29%
营业利润(百万元)	359	(699)	147	326	518
同比增长	183%	-295%	-121%	122%	59%
归母净利润(百万元)	325	(544)	115	253	402
同比增长	184%	-268%	-121%	121%	59%
每股收益(元)	0.75	-1.26	0.27	0.59	0.93
PE	14.8	-8.8	42.0	19.0	12.0
PB	2.3	3.0	2.7	2.4	2.0

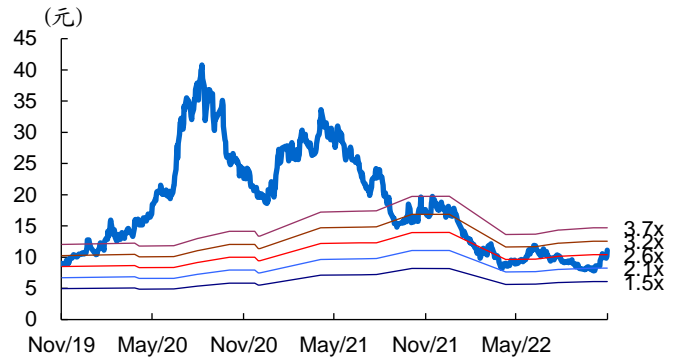
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 亚士创能历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 亚士创能历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3866	4211	2588	3608	4717
现金	1382	1033	473	730	1017
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	578	258	174	238	306
应收款项	1460	2130	1428	1944	2502
其它应收款	125	0	0	0	0
存货	200	289	175	237	301
其他	121	501	337	459	591
非流动资产	1370	2971	2887	2812	2744
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	730	699	671	646	623
无形资产商誉	299	542	487	439	395
其他	338	1727	1725	1724	1723
资产总计	5236	7182	5475	6420	7461
流动负债	2893	4836	2973	3666	4380
短期借款	574	1007	503	503	503
应付账款	1789	3054	1899	2573	3269
预收账款	47	72	45	61	78
其他	484	703	526	528	530
长期负债	262	726	726	726	726
长期借款	150	436	436	436	436
其他	112	290	290	290	290
负债合计	3155	5562	3699	4391	5106
股本	206	299	432	432	432
资本公积金	932	864	772	772	772
留存收益	942	457	572	825	1151
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2081	1620	1776	2029	2355
负债及权益合计	5236	7182	5475	6420	7461

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	253	(1026)	130	284	377
净利润	325	(544)	115	253	402
折旧摊销	70	83	129	120	112
财务费用	43	72	71	52	49
投资收益	(7)	(1)	(61)	(69)	(79)
营运资金变动	(157)	(439)	(113)	(78)	(114)
其它	(21)	(197)	(10)	6	6
投资活动现金流	(227)	(1114)	16	24	35
资本支出	(241)	(1082)	(44)	(44)	(44)
其他投资	15	(32)	61	69	79
筹资活动现金流	590	1542	(707)	(52)	(125)
借款变动	266	1569	(677)	0	0
普通股增加	11	93	133	0	0
资本公积增加	389	(69)	(92)	0	0
股利分配	(35)	(95)	0	0	(76)
其他	(41)	44	(71)	(52)	(49)
现金净增加额	616	(599)	(560)	257	287

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3507	4715	3190	4344	5589
营业成本	2362	3583	2228	3018	3835
营业税金及附加	34	41	28	38	48
营业费用	402	663	461	584	746
管理费用	129	224	158	202	249
研发费用	96	118	86	104	129
财务费用	42	99	71	52	49
资产减值损失	(120)	(796)	(73)	(88)	(94)
公允价值变动收益	5	18	8	10	12
其他收益	25	90	47	54	63
投资收益	7	1	6	5	4
营业利润	359	(699)	147	326	518
营业外收入	3	2	3	3	3
营业外支出	5	4	4	4	4
利润总额	357	(701)	146	325	517
所得税	32	(157)	31	72	115
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	325	(544)	115	253	402

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	45%	34%	-32%	36%	29%
营业利润	183%	-295%	-121%	122%	59%
归母净利润	184%	-268%	-121%	121%	59%
获利能力					
毛利率	32.6%	24.0%	30.2%	30.5%	31.4%
净利率	9.3%	-11.5%	3.6%	5.8%	7.2%
ROE	18.8%	-29.4%	6.8%	13.3%	18.3%
ROIC	15.9%	-15.3%	5.7%	10.3%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	77.4%	67.6%	68.4%	68.4%
净负债比率	14.8%	22.5%	17.2%	14.6%	12.6%
流动比率	1.3	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率	1.3	0.8	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.5	0.7	0.8
存货周转率	13.8	14.6	9.6	14.6	14.2
应收账款周转率	2.4	2.1	1.6	2.3	2.2
应付账款周转率	1.7	1.5	0.9	1.4	1.3
每股资料(元)					
EPS	0.75	-1.26	0.27	0.59	0.93
每股经营净现金	0.59	-2.38	0.30	0.66	0.87
每股净资产	4.82	3.75	4.11	4.70	5.45
每股股利	0.22	0.00	0.00	0.18	0.28
估值比率					
PE	14.8	-8.8	42.0	19.0	12.0
PB	2.3	3.0	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	14.3	-12.6	19.1	13.3	9.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖，2021年新浪财经金麒麟新锐分析师建筑材料行业第一名。

袁定云：上海交通大学工学管理学双学士、管理学硕士，2021年7月加入招商证券，从事建材行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300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指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。