

亚士创能 (603378)

证券研究报告

2021 年 04 月 29 日

20FY/21Q1 业绩高增，多维度扩张不断推进

20FY 业绩高增长，21Q1 营收创同期新高，维持“买入”评级

公司发布 20 年年报及 21 年一季报，20FY 营收 35.07 亿元，yoy+44.6%，归母净利润 3.16 亿元，yoy+176.4%，与业绩快报基本一致，扣非净利 2.8 亿元，yoy+249%。20FY 公司 CFO 净流入 2.53 亿元，同比降 1.74 亿元。21Q1 营收 6 亿元，yoy+163.7%，相比 19Q1 增长 130.8%，规模继续高速扩张，归母净利-544 万元，20Q1/19Q1 亏损 0.53/0.11 亿元，扣非后亏损较 19Q1 有所扩大，加速扩张下的费用前置或是主要原因。公司 21 年营收增速目标 50%-70%，我们认为公司产能、品类和渠道扩张思路明确，预计 21-23 年 EPS 2.44/3.27/4.28 元，维持“买入”评级。

20Q2 后营收增速逐季提升，涂料及保温业务均取得高增长

分季度看，20Q1-20Q4 公司单季度营收增速-12%/51%/36%/70%，归母净利润增速-386%/254%/184%/129%，Q2 后收入增速逐季提升。分业务看，20FY 公司建涂/涂保一体板/保温材料同比增速 34%/32%/121%，防水新业务贡献营收 0.38 亿元。建涂/涂保一体板/保温材料自产产量同比增速 38%/28%/-21%。单价角度，20 年工程涂料/家装涂料/保温材料同比有所下降，但涂保一体板单价有所提升，21Q1 公司涂料及保温材料单价同比继续下行，而涂保一体板单价维持向上趋势，21Q1 公司保温材料销量取得 200% 以上同比增长，我们预计自产涂料销量增速亦较高。

20 年毛利率受益原材料价格下降，规模效应有望逐步显现

公司 20FY 同口径毛利率 35.92%，同比升 2.8pct，其中涂料业务毛利率同比升 1.93pct，或主要系原材料价格下行幅度大于产品降价幅度。21Q1 乳液、钛白粉单价较 20 年同期有所回升，但我们认为自产比例提升，采购、管理端规模效应及部分产品提价有望使 21FY 总体毛利率保持相对稳定。20FY 销售（同口径）/管理/研发/财务费用率同比变动-1.5/-1.1/+0.09/-0.79pct，销售及管理费用率降幅较明显，我们认为随着公司综合性工厂建设的推进，公司管理成本有望进一步优化、规模效应仍有提升空间。20 年公司 CFO 净额 2.53 亿元，同比减 1.74 亿元，主要系收现比有所下降同时成本支付较快，中长期随着业务结构不断优化，CFO 有望和利润相对匹配。

多维度扩张不断推进，综合建材平台雏形显现，维持“买入”评级

公司不断推进全国产能布局，公司未来预计将新增涂料产能 145 万吨、保温装饰板产能 1,200 万平米、保温板产能 15 万立方米、防水卷材 31,000 万平米、防水涂料 55 万吨。产能优化叠加经销、新零售的渠道扩张，有望使公司加速迈向综合建材平台。根据公司 20FY 及 21Q1 经营情况，我们略微调整 21 年公司盈利预测，预计 21-23 年 EPS 2.44/3.27/4.28 元（21/22 年前值 2.32/3.01 元），21-23 年 CAGR+41%，结合可比公司估值，给予 21 年 35 倍 PE，对应目标价 85.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格涨幅超预期；产能投放不及预期；行业竞争加剧

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,424.99	3,506.69	6,365.89	8,126.00	9,512.94
增长率(%)	45.89	44.61	81.54	27.65	17.07
EBITDA(百万元)	349.51	667.69	820.54	1,083.47	1,361.32
净利润(百万元)	114.18	315.60	503.60	674.94	882.75
增长率(%)	94.41	176.40	59.57	34.02	30.79
EPS(元/股)	0.55	1.53	2.44	3.27	4.28
市盈率(P/E)	118.96	43.04	26.97	20.12	15.39
市净率(P/B)	9.94	6.63	5.47	4.46	3.56
市销率(P/S)	5.60	3.87	2.13	1.67	1.43
EV/EBITDA	11.05	11.95	15.18	11.13	8.33

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	67.79 元
目标价格	85.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	206.17
流通 A 股股本(百万股)	192.85
A 股总市值(百万元)	13,976.49
流通 A 股市值(百万元)	13,073.12
每股净资产(元)	9.81
资产负债率(%)	62.34
一年内最高/最低(元)	87.56/31.52

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

熊可为 联系人
xiongkewei@tfzq.com

股价走势



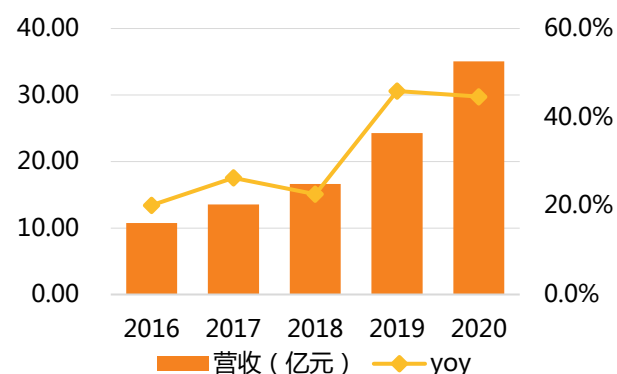
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《亚士创能-公司点评:股权激励草案彰显对未来信心》 2021-02-09
- 2 《亚士创能-公司点评:业绩高增长，回购预案彰显信心》 2021-01-26
- 3 《亚士创能-季报点评:Q3 营收创新高，高增长有望持续》 2020-11-03

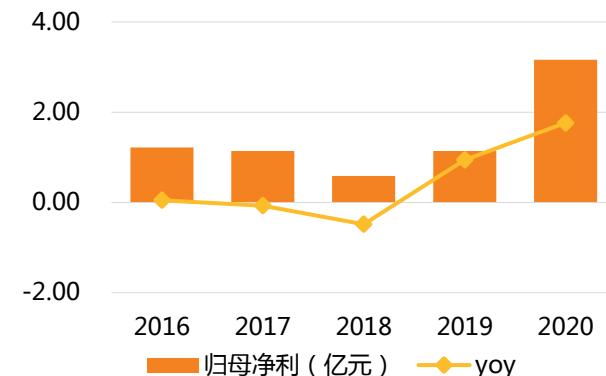
公司经营数据及可比公司估值

图 1：公司历年营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值

公司名称	股价	市值 (亿元)	EPS			P/E		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
东方雨虹	58.0	1,443.5	1.3	1.7	2.1	43.2	34.1	27.1
坤彩科技	41.5	199.9	0.3	1.0	2.7	123.7	40.7	15.3
三棵树	231.1	565.0	1.9	2.9	3.9	123.6	81.1	59.6
科顺股份	32.8	217.4	1.4	1.8	2.4	23.4	18.2	14.0
平均值						78.5	43.5	29.0
亚士创能	65.9	139.8	1.5	2.4	3.3	43.0	27.0	20.1

资料来源：wind，天风证券研究所，除亚士创能外其他盈利预测为 wind 一致预期，截至收盘日 4.29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	660.11	1,381.61	1,820.09	2,162.24	2,902.72
应收票据及应收账款	832.25	2,037.64	1,100.00	1,500.00	1,985.00
预付账款	4.78	13.78	36.56	21.19	42.48
存货	142.92	200.36	533.15	429.69	717.43
其他	472.73	232.71	309.29	422.11	402.42
流动资产合计	2,112.79	3,866.10	3,799.08	4,535.24	6,050.04
长期股权投资	2.21	3.09	3.09	3.09	3.09
固定资产	580.19	722.74	748.02	779.13	800.73
在建工程	156.67	82.86	85.72	99.43	89.66
无形资产	192.48	298.62	291.31	284.00	276.68
其他	135.96	221.20	192.88	196.45	198.20
非流动资产合计	1,067.51	1,328.52	1,321.02	1,362.10	1,368.37
资产总计	3,180.30	5,194.62	5,120.10	5,897.34	7,418.41
短期借款	112.00	574.01	624.01	604.01	614.01
应付票据及应付账款	1,013.77	1,788.63	950.00	1,250.00	1,750.00
其他	384.78	530.60	759.71	716.14	943.15
流动负债合计	1,510.55	2,893.23	2,333.72	2,570.15	3,307.16
长期借款	200.00	150.00	200.00	180.00	190.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	103.74	104.05	104.76	104.18	104.33
非流动负债合计	303.74	254.05	304.76	284.18	294.33
负债合计	1,814.29	3,147.28	2,638.48	2,854.33	3,601.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	194.80	206.17	206.17	206.17	206.17
资本公积	578.40	964.58	964.58	964.58	964.58
留存收益	1,206.22	1,873.40	2,275.45	2,836.83	3,610.75
其他	(613.41)	(996.82)	(964.58)	(964.58)	(964.58)
股东权益合计	1,366.01	2,047.33	2,481.63	3,043.01	3,816.92
负债和股东权益总计	3,180.30	5,194.62	5,120.10	5,897.34	7,418.41

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	114.18	315.60	503.60	674.94	882.75
折旧摊销	58.11	81.44	39.18	42.49	45.48
财务费用	28.54	43.37	70.02	97.51	123.67
投资损失	(10.42)	(6.87)	0.50	0.50	0.50
营运资金变动	(137.77)	159.79	(90.00)	(128.39)	(52.81)
其它	374.27	(340.28)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	426.92	253.04	523.31	687.06	999.60
资本支出	187.42	254.52	59.29	80.58	49.85
长期投资	1.48	0.88	0.00	0.00	0.00
其他	(453.60)	(482.28)	(119.79)	(161.08)	(100.35)
投资活动现金流	(264.70)	(226.87)	(60.50)	(80.50)	(50.50)
债权融资	352.00	774.01	889.01	835.68	859.57
股权融资	(83.01)	358.77	(37.79)	(97.51)	(123.67)
其他	(458.37)	(543.17)	(875.56)	(1,002.57)	(944.52)
筹资活动现金流	(189.38)	589.62	(24.33)	(264.40)	(208.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(27.17)	615.78	438.48	342.15	740.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,424.99	3,506.69	6,365.89	8,126.00	9,512.94
营业成本	1,621.79	2,368.06	4,401.02	5,590.68	6,452.54
营业税金及附加	15.88	34.49	62.61	79.92	93.56
营业费用	398.45	401.66	732.08	926.36	1,074.96
管理费用	115.34	128.53	235.54	300.66	351.98
研发费用	64.48	96.45	165.51	203.15	237.82
财务费用	48.00	41.56	70.02	97.51	123.67
资产减值损失	(8.11)	(7.81)	(12.73)	(16.25)	(14.27)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.42	6.87	(0.50)	(0.50)	(0.50)
其他	31.89	89.19	150.86	194.53	212.34
营业利润	126.86	347.68	561.47	749.93	980.84
营业外收入	3.18	3.19	5.73	9.75	11.42
营业外支出	1.69	4.71	7.64	9.75	11.42
利润总额	128.36	346.16	559.56	749.93	980.84
所得税	14.18	30.55	55.96	74.99	98.08
净利润	114.18	315.60	503.60	674.94	882.75
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	114.18	315.60	503.60	674.94	882.75
每股收益（元）	0.55	1.53	2.44	3.27	4.28

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	45.89%	44.61%	81.54%	27.65%	17.07%
营业利润	59.37%	174.06%	61.49%	33.57%	30.79%
归属于母公司净利润	94.41%	176.40%	59.57%	34.02%	30.79%
获利能力					
毛利率	33.12%	32.47%	30.87%	31.20%	32.17%
净利率	4.71%	9.00%	7.91%	8.31%	9.28%
ROE	8.36%	15.42%	20.29%	22.18%	23.13%
ROIC	14.74%	40.38%	46.64%	56.18%	65.40%
偿债能力					
资产负债率	57.05%	60.59%	51.53%	48.40%	48.55%
净负债率	-22.56%	-29.68%	-37.52%	-43.59%	-53.53%
流动比率	1.40	1.34	1.63	1.76	1.83
速动比率	1.30	1.27	1.40	1.60	1.61
营运能力					
应收账款周转率	3.00	2.44	4.06	6.25	5.46
存货周转率	16.64	20.43	17.36	16.88	16.59
总资产周转率	0.85	0.84	1.23	1.48	1.43
每股指标（元）					
每股收益	0.55	1.53	2.44	3.27	4.28
每股经营现金流	2.07	1.23	2.54	3.33	4.85
每股净资产	6.63	9.93	12.04	14.76	18.51
估值比率					
市盈率	118.96	43.04	26.97	20.12	15.39
市净率	9.94	6.63	5.47	4.46	3.56
EV/EBITDA	11.05	11.95	15.18	11.13	8.33
EV/EBIT	13.22	13.55	15.95	11.58	8.62

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