

## 亚士创能 (603378.SH)

### 涂料龙头稳健经营，基本面逐渐修复

公司发布业绩预盈公告，预计 2022 年度业绩扭亏为盈；预计 2022 年实现归母净利润 0.8-1.2 亿元，去年同期归母净利润为-5.44 亿元，同比增加 6.24-6.64 亿元；预计 22 年实现扣非后归母净利润 2361-6361 万元，去年同期为-6.48 亿元，同比增加 6.72-7.12 亿元。

- 22 年净利扭亏为盈，业绩修复符合预期。公司 2022 年归母净利润扭亏为盈，预计实现归母净利润 0.8-1.2 亿元，去年同期归母净利润为-5.44 亿元，预计同比增加 6.24-6.64 亿元；扣非后归母净利润预计实现 2361-6361 万元，去年同期为-6.48 亿元。扭亏为盈主要受益于主营产品综合毛利率大幅提升+信用减值损失计提金额大幅减少，毛利率提升主要由于原材料价格下降、报告期内部分产品提价以及高毛利率产品占比提升。
- 政策加持成本回落，涂料行业剩者为王。1) 政策端来看，房地产纾困和支持政策持续出台，促进产业链信心及消费类建材估值逐步修复。2022 年年底，央行与银保监会接连发布如“金融 16 条”、民企融资等政策，改善民营房企融资端；同时提出首套住房贷款利率政策动态调整机制，有利于支持刚需和改善性购房需求。一方面，房企融资约束放松有利于产业链资金压力缓解，后续计提风险料将逐渐减弱；另一方面，“保交楼”下竣工改善预期增强，涂料需求或将受益回暖；2) 成本端来看，原材料价格回落至历史低位。据 wind 数据，22M12 钛白粉、环氧树脂均价为 1.22 万元/吨、1.48 万元/吨，分别同比下降 35.4%、36.7%，若后续原材料价格维持低位，预计 23 年涂料产品毛利率将进一步改善；3) 剩者为王，行业集中度持续提升。经历房地产风险蔓延和疫情等不利影响，中小涂料企业料将进一步加速出清，头部企业的品牌/渠道/产能优势愈加突出。
- 优化内控稳健经营，产能释放维系增长。公司秉持稳健运营的策略，重点关注应收账款和现金流的风险控制，严控回款质量，主动收缩高风险的大 B 业务，对出险房企要求现款现货，同步发力小 B 渠道，经营性现金流较 2021 年明显改善，22Q3 收现比达到 1.08。此外，公司通过内部降本控费提升盈利能力。未来随着重庆、石家庄基地产能逐渐爬坡释放，看好规模效应增强，市占率进一步提升。
- 盈利改善释放弹性，维持“强烈推荐”评级。公司为国产涂料龙头品牌，拥有内外墙建筑涂料、保温装饰一体化材料、保温材料和防水材料四大产品，2022 年出于风险管控和经营优化方针，公司战略性收缩低毛利业务，2023 年从政策端和成本端来看经营环境有望改善，公司内部已通过降本控费实现盈利改善，看好后续多业务发力或将释放业绩弹性。公司拟定增募资不超过 6 亿元，有助于降低资产负债率，补充流动性；大股东全额认购彰显发展信心。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.27 元/股、0.59 元/股、0.93 元/股，对应 PE 分别为 51.2x、23.2x、14.6x，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：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

## 强烈推荐 (维持)

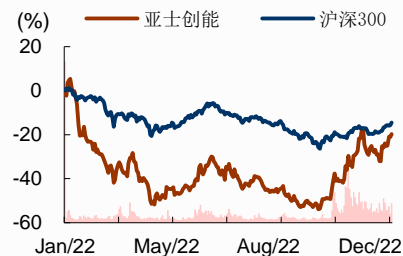
中游制造/建材  
目标估值: NA  
当前股价: 13.59 元

### 基础数据

总股本 (万股)	43174
已上市流通股 (万股)	42860
总市值 (亿元)	59
流通市值 (亿元)	58
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	2	30	-23
相对表现	-1	36	-8



资料来源: 公司数据、招商证券

### 相关报告

- 《亚士创能 (603378) 一定增募资助发展，实控人全额认购显信心》2022-11-27
- 《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

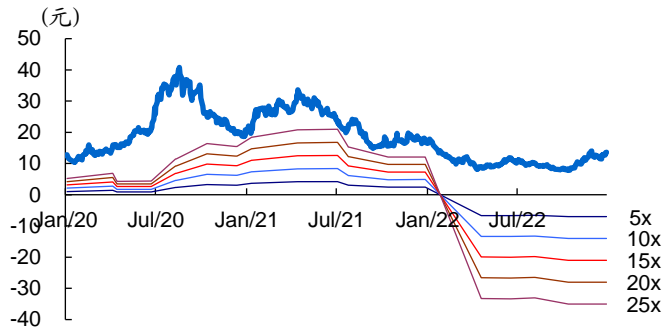
郑晓刚 S1090517070008  
✉ zhengxiaogang@cmschina.com.cn  
袁定云 研究助理  
✉ yuandingyun@cmschina.com.cn

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	18.1	-10.8	51.2	23.2	14.6
PB	2.8	3.6	3.3	2.9	2.5

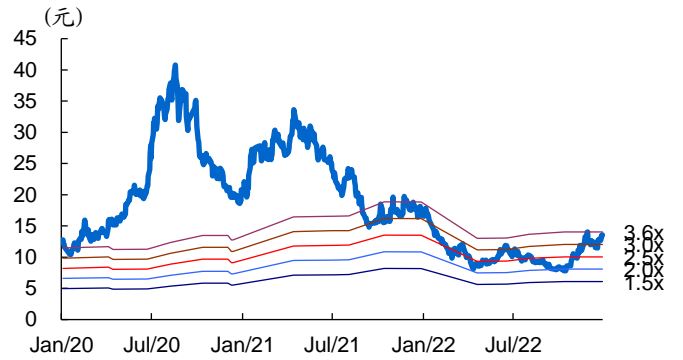
资料来源：公司数据、招商证券

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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>5236</b>	<b>7182</b>	<b>5475</b>	<b>6420</b>	<b>7461</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	262	726	726	726	726
长期借款	150	436	436	436	436
其他	112	290	290	290	290
<b>负债合计</b>	<b>3155</b>	<b>5562</b>	<b>3699</b>	<b>4391</b>	<b>5106</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>5236</b>	<b>7182</b>	<b>5475</b>	<b>6420</b>	<b>7461</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(227)	(1114)	16	24	35
资本支出	(241)	(1082)	(44)	(44)	(44)
其他投资	15	(32)	61	69	79
<b>筹资活动现金流</b>	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)
<b>现金净增加额</b>	<b>616</b>	<b>(599)</b>	<b>(560)</b>	<b>257</b>	<b>287</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	357	(701)	146	325	517
所得税	32	(157)	31	72	115
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>325</b>	<b>(544)</b>	<b>115</b>	<b>253</b>	<b>402</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	18.1	-10.8	51.2	23.2	14.6
PB	2.8	3.6	3.3	2.9	2.5
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年新浪财经金融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。