

森特股份 (603098.SH) 点评报告

审慎推荐-A (维持)

中游制造/建筑工程
当前股价: 40.95 元

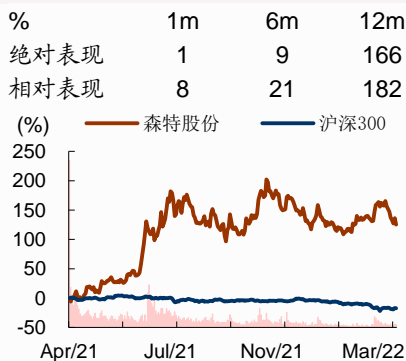
拟收购隆基光伏工程, 夯实 BIPV 领域优势

- **拟现金收购隆基 BIPV 业务, 消除同业竞争。**公司公告, 拟以现金约 6849 万元收购隆基绿能光伏工程 100% 股权, 该公司之前由隆基全资控股, 主要从事 BIPV 领域产品研发、项目施工等业务。收购完成后, 隆基和公司新承接的 BIPV 项目, 均由公司承接、实施和交付, 彼此互为该领域的唯一合作伙伴。我们认为, 此次收购可有效解决同业竞争问题, 进一步提升公司在 BIPV 领域的竞争力。我们之前在《森特股份深度: 金属围护行业龙头, BIPV 助力业绩腾飞》中测算过, 传统金属屋面市场空间约 264 亿元, 公司市占率 12%。公司利用在金属围护市场的技术积累和客户资源, 隆基利用在光伏领域的技术优势, 二者资源互补, 未来将在 BIPV 市场抢占行业优势地位。
- **“隆顶”产品含多种特质材料, 可实现全工业领域覆盖。**公司的“隆顶”系列产品具有高抗风、高防水、高防火、高可靠的特性, 由隆基生产的特质组件和特质彩钢瓦组成。其中, 特质组件使得项目建设完成之后, 屋面可以直接踩踏; 而特质彩钢瓦使用寿命长达 25 年, 可覆盖 BIPV 25 年全生命周期, 而常规彩钢瓦使用寿命仅为 8-10 年, 最多 15 年之后需要全部更换。虽然隆顶的成本较同业高, 但其经济效益较好, 尤其在工商业项目上, 具体的 IRR 测算方法可详见《BIPV 行业深度报告 (二): 建筑光伏投资收益优, 建筑企业拓展 BIPV 优势明显》。同时, 该产品应用场景广, 可实现全工业领域覆盖。
- **技术、客户资源优势明显, 工业大订单开始放量。**作为金属屋面领域的龙头, 公司积累了大量施工技术和经验, 基本囊括了国内大型公共建筑及先进工厂厂房的高端金属围护安装业务, 具备将 BIPV 产品连接到屋面的安装优势。同时, 公司客户资源丰富, 品牌优势确立了公司的市场竞争力。2022 年 3 月 7 日, 公司中标山东重工 BIPV 屋顶项目, 中标金额约 8 亿元, 占公司 2020 年收入的 25.37%, 是目前单体金额最大的 BIPV 施工订单。工期为 150 天, 大概率今年落地。我们预计公司签订的多项框架协议后续会陆续落地成 BIPV 大单, 显著增厚业绩。预计 2022 年是 BIPV 订单落地大年, 行业成长性高, 具体观点可详见《BIPV 行业深度报告 (一): 建筑光伏风口已至, BIPV 市场空间广阔》。
- **投资建议:** 本次收购有效解决同业竞争, 进一步奠定了公司在 BIPV 领域的优势。随着 2022 年 BIPV 订单的放量, 公司盈利能力有望显著上升。维持公司 2021-2023 年 EPS 为 0.06、0.61、1.06 元/股, 维持“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示:** BIPV 业务拓展不及预期、应收账款回收风险、上游原料价格大幅波动、市场竞争加剧、短期业绩相关风险。

基础数据

总股本 (万股)	53880
已上市流通股 (万股)	53880
总市值 (亿元)	221
流通市值 (亿元)	221
每股净资产 (MRQ)	5.0
ROE (TTM)	4.7
资产负债率	45.7%
主要股东	刘爱森
主要股东持股比例	25.1%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《森特股份 (603098) — 金属围护行业龙头, BIPV 助力业绩腾飞》
2022-02-15

岳恒宇 S1090521050002
yuehengyu@cmschina.com.cn
唐笑 S1090521050001
tangxiao2@cmschina.com.cn
贾宏坤 研究助理
jihongkun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	3357	3153	3058	4610	6388
同比增长	15%	-6%	-3%	51%	39%
营业利润(百万元)	248	213	36	381	664
同比增长	-3%	-14%	-83%	949%	74%
归母净利润(百万元)	213	182	30	328	572
同比增长	-3%	-14%	-84%	994%	74%
每股收益(元)	0.44	0.38	0.06	0.61	1.06
PE	92.5	107.7	735.8	67.3	38.5
PB	9.5	9.2	10.2	8.8	7.4

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4065	4285	4463	5633	7000
现金	1060	849	1149	2121	2786
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1833	1271	1214	1829	2535
其它应收款	21	34	33	50	70
存货	978	122	114	167	230
其他	173	2008	1954	1465	1379
非流动资产	643	729	701	683	680
长期股权投资	16	37	38	34	31
固定资产	252	478	459	455	464
无形资产商誉	103	101	91	82	74
其他	272	113	112	112	111
资产总计	4709	5015	5164	6316	7680
流动负债	2007	2246	2310	3083	3918
短期借款	524	529	635	699	664
应付账款	1260	1319	1279	1871	2569
预收账款	69	122	119	173	238
其他	154	275	277	340	448
长期负债	633	632	682	738	767
长期借款	85	56	51	46	41
其他	549	576	631	692	726
负债合计	2640	2878	2992	3821	4685
股本	480	480	539	539	539
资本公积金	449	449	449	449	449
留存收益	1139	1207	1184	1506	2006
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2068	2136	2172	2494	2994
负债及权益合计	4709	5015	5164	6316	7680

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	368	55	225	958	851
净利润	213	182	30	328	572
折旧摊销	53	64	87	83	81
财务费用	41	48	36	37	31
投资收益	(11)	0	(3)	(2)	(3)
营运资金变动	81	(229)	78	501	156
其它	(9)	(11)	(4)	11	13
投资活动现金流	(161)	(100)	(55)	(62)	(76)
资本支出	(169)	(80)	(57)	(68)	(82)
其他投资	9	(20)	1	6	6
筹资活动现金流	381	(161)	131	76	(110)
借款变动	(130)	(68)	106	58	(40)
普通股增加	0	0	59	0	0
资本公积增加	61	0	0	0	0
股利分配	(48)	(72)	(53)	(6)	(72)
其他	497	(20)	19	24	3
现金净增加额	588	(205)	300	971	665

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3357	3153	3058	4610	6388
营业成本	2724	2577	2500	3658	5020
营业税金及附加	9	9	9	13	18
营业费用	70	66	70	111	147
管理费用	101	82	104	161	217
研发费用	125	100	101	161	220
财务费用	41	48	36	37	31
资产减值损失	(49)	(61)	(204)	(90)	(72)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	4	3	2	3
投资收益	9	(0)	0	0	0
营业利润	248	213	36	381	664
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	2	2	2	3
利润总额	245	211	35	379	662
所得税	33	29	5	51	90
少数股东损益	(1)	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	213	182	30	328	572

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业总收入	15%	-6%	-3%	51%	39%
营业利润	-3%	-14%	-83%	949%	74%
归母净利润	-3%	-14%	-84%	994%	74%
获利能力					
毛利率	18.8%	18.2%	18.2%	20.7%	21.4%
净利率	6.3%	5.8%	1.0%	7.1%	9.0%
ROE	10.3%	8.5%	1.4%	13.2%	19.1%
ROIC	9.2%	8.3%	2.2%	11.1%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	56.1%	57.4%	57.9%	60.5%	61.0%
净负债比率	13.5%	11.7%	13.4%	11.9%	9.2%
流动比率	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8
速动比率	1.5	1.9	1.9	1.8	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
存货周转率	2.4	4.7	21.2	26.1	25.3
应收账款周转率	2.1	2.0	2.5	3.0	2.9
应付账款周转率	2.7	2.0	1.9	2.3	2.3
每股资料(元)					
EPS	0.44	0.38	0.06	0.61	1.06
每股经营净现金	0.77	0.11	0.42	1.78	1.58
每股净资产	4.31	4.45	4.03	4.63	5.56
每股股利	0.15	0.11	0.01	0.13	0.23
估值比率					
PE	92.5	107.7	735.8	67.3	38.5
PB	9.5	9.2	10.2	8.8	7.4
EV/EBITDA	67.8	71.6	142.8	45.6	29.4

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。

唐笑：12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

岳恒宇：CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

贾宏坤：CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。