

森特股份 (603098)

证券研究报告

2022年05月03日

22q1 业绩平稳，BIPV 业务开始逐步发力

公司发布 21 年年报及 22 年一季报。21fy 公司收入 31.4 亿，yoy-0.4%；归母净利润 0.33 亿，yoy-82.0%；其中 21q4 收入 10.5 亿，yoy+10.1%；归母净利润-0.52 亿。21fy 业绩略超前期业绩预告区间中位数，符合预期。22q1 公司收入 6.1 亿，yoy+0.8%，归母净利润 0.41 亿，yoy-10.4%，大致反映疫情对项目推进节奏影响及公司布局新业务费用率阶段较高影响。

21fy 及 22q1 公司收入增速、盈利能力、下游回款或均受疫情拖累

21fy 及 22q1 收入增长有一定压力，我们推测反映疫情对项目推进节奏影响。21fy 公司项目签约额达 42.1 亿，yoy+11.7%，21fy 末公司在手订单金额 30.1 亿，为同期收入 0.96 倍，公司传统业务收入增长动能较足。21fy 公司综合毛利率 17.3%，yoy-1.1pct；21q4、22q1 毛利率分别为 16.2%、19.5%，yoy-5.0、-0.3pct，毛利率延续承压，推测与推进项目结构变化及疫情增加防疫支出有关。21fy 公司减值影响较大(21fy 公司减值损失合计 1.8 亿，占收入比例 yoy+3.9pct 至 5.8%，因疫情背景下结算周期拉长致应收账款账龄被动上升及个别客户如忠旺集团、某地产客户、华晨金杯等客户单项计提)，拖累公司 21fy 归母净利润率 yoy-4.8pct 至 1.0%。22q1 公司归母净利润率 6.7%，yoy-1.1pct，大体回归至过往年份正常水平。22q1 末公司资产负债率 47.8%，yoy+1.5pct；其中带息负债比率 25.6%，yoy-5.3pct。21fy 及 22q1 公司两金周转天数分别 433/580 天，yoy+51/+34 天，回款阶段有一定压力。

与隆基合作进入深水区，BIPV 产品快速迭代，订单捷报频传

21fy 公司与隆基签署战略合作协议，并于股权层面实现较深入绑定，携手进军 BIPV 广阔市场。公司前期披露 22fy 关联交易额度预计公告，其中向隆基所属企业含税采购额 22fy 预计为 25 亿，22fy 公司对 BIPV 业务发展雄心值得重视。近期公司以现金 6,849 万收购隆基绿能光伏工程有限公司 100% 股权，工商变更已完成，此后隆基股份和公司在金属围护领域新承接的光伏一体化项目，均由公司承接/实施/交付，彼此互为该领域的唯一合作伙伴，扫清可能的同业竞争障碍。21fy 公司率先推出了业内领先的建筑光伏一体化金属屋面系统产品(隆顶二代、三代系列)，一方面具备优异的光伏发电功能，同时兼顾完备的建材属性(A 级防火、抗 18 级台风、完美密封性能及超强承载力)，且该系统可保证屋面系统与光伏系统 25 年同寿命。此后公司先后与简一集团/三棵树集团/徐工集团/山重集团等建立深度合作关系。21fy 公司中标代表 BIPV 项目包括莱西海尔光伏项目等；2022/03/07 公司公告中标全资子公司森特绿能山东重工集团权属公司屋面分布式光伏发电项目，金额 8.0 亿，工期为 150 日历天。

BIPV 业务开始发力，成长节奏值得重视，维持“增持”评级

考虑疫情对公司部分项目施工进度影响等，我们小幅下调 22/23 公司归母净利润预测至 4.0/6.2 亿(前值 4.2/6.9 亿)，新增 24 年归母净利润预测为 8.4 亿，23/24 年 yoy 分别+53%/+36%，公司光伏建筑项目落地进展好于预期，维持“增持”评级。

风险提示：新签订单低于预期、回款风险、与隆基合作效果逊于预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,152.52	3,139.58	6,964.00	10,823.15	14,720.86
增长率(%)	(6.08)	(0.41)	121.81	55.42	36.01
EBITDA(百万元)	511.93	478.43	816.41	1,236.15	1,684.35
净利润(百万元)	182.47	32.81	401.70	616.29	840.48
增长率(%)	(14.15)	(82.02)	1,124.17	53.42	36.38
EPS(元/股)	0.34	0.06	0.75	1.14	1.56
市盈率(P/E)	86.22	479.46	39.17	25.53	18.72
市净率(P/B)	7.36	5.92	5.14	4.28	3.48
市销率(P/S)	4.99	5.01	2.26	1.45	1.07
EV/EBITDA	8.18	52.34	20.29	13.15	10.37

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	增持(维持评级)
当前价格	29.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	538.80
流通 A 股股本(百万股)	538.80
A 股总市值(百万元)	15,732.96
流通 A 股市值(百万元)	15,732.96
每股净资产(元)	5.01
资产负债率(%)	47.78
一年内最高/最低(元)	54.93/19.70

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



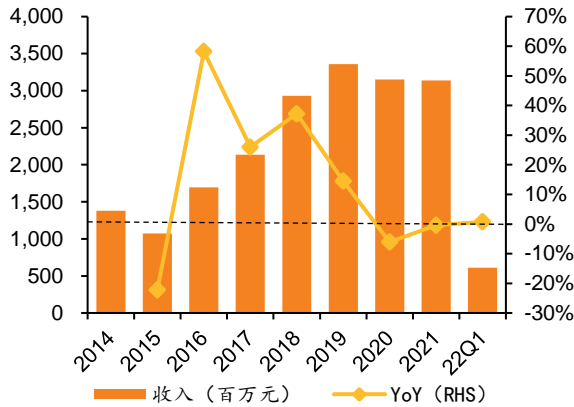
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《森特股份-公司点评:22 年 BIPV 或再造“两个森特”，成长节奏或加速》 2022-01-03
- 《森特股份-季报点评:业绩阶段性承压，继续看好 BIPV 驱动二次成长前景》 2021-10-30
- 《森特股份-半年报点评:重点关注 BIPV 业务拓展节奏，21h1 减值阶段性拖累》 2021-08-31

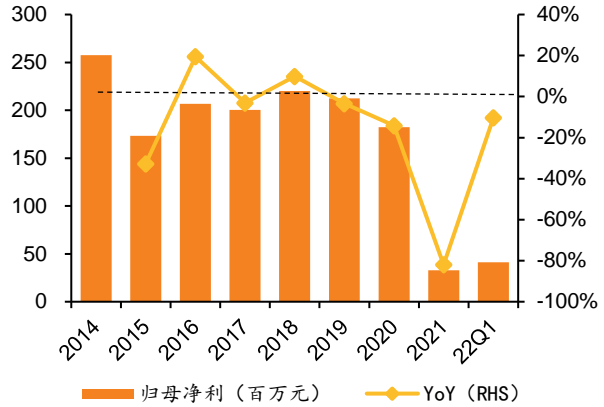
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				P/E			
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E
002541.SZ	鸿路钢构	192.5	36.27	1.51	2.17	2.67	3.36	24.1	16.7	13.6	10.8
600496.SH	精工钢构	84.5	4.20	0.32	0.34	0.43	0.52	13.0	12.3	9.8	8.0
603588.SH	高能环境	153.2	14.38	0.52	0.68	0.94	1.20	27.9	21.1	15.3	12.0
601012.SH	隆基股份	3,678.6	67.96	1.58	1.68	2.62	3.35	43.0	40.5	26.0	20.3
平均值								27.0	22.7	16.2	12.8
中位数								26.0	18.9	14.4	11.4
603098.SH	森特股份	157.3	29.20	0.34	0.06	0.75	1.14	86.2	501.4	39.2	25.5

注：股价时间 2022/04/29；除森特股份外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	849.03	735.12	1,392.80	2,164.63	2,944.17
应收票据及应收账款	1,270.62	1,165.33	755.93	125.50	255.53
预付账款	55.40	53.74	192.35	191.91	331.85
存货	122.48	151.94	466.84	499.37	817.61
其他	153.76	189.37	7,437.94	8,274.77	13,439.51
流动资产合计	2,451.30	2,295.49	10,245.86	11,256.18	17,788.67
长期股权投资	37.26	54.50	54.50	54.50	54.50
固定资产	477.55	480.39	434.96	389.53	344.10
在建工程	48.40	7.93	7.93	7.93	7.93
无形资产	101.30	98.09	95.42	92.76	90.09
其他	64.98	152.94	151.41	149.88	148.35
非流动资产合计	729.49	793.86	744.23	694.59	644.96
资产总计	5,014.55	5,222.65	10,990.09	11,950.77	18,433.63
短期借款	529.36	395.05	1,536.53	1,928.60	3,656.03
应付票据及应付账款	1,318.64	1,183.52	4,458.38	4,351.23	7,656.59
其他	275.36	660.07	1,101.71	1,094.18	1,434.09
流动负债合计	2,123.36	2,238.63	7,096.63	7,374.01	12,746.71
长期借款	56.36	177.16	512.48	579.49	941.65
应付债券	554.86	0.00	277.43	277.43	184.95
其他	21.12	24.43	24.43	24.43	24.43
非流动负债合计	632.33	201.59	814.34	881.35	1,151.04
负债合计	2,877.89	2,545.23	7,910.96	8,255.36	13,897.75
少数股东权益	0.19	18.75	18.75	18.75	18.75
股本	480.02	538.80	538.80	538.80	538.80
资本公积	388.08	946.97	946.97	946.97	946.97
留存收益	1,177.98	1,151.53	1,553.23	2,169.52	3,010.00
其他	90.39	21.38	21.38	21.38	21.38
股东权益合计	2,136.66	2,677.42	3,079.12	3,695.41	4,535.89
负债和股东权益总计	5,014.55	5,222.65	10,990.09	11,950.77	18,433.63
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	182.45	31.38	401.70	616.29	840.48
折旧摊销	64.22	50.01	48.10	48.10	48.10
财务费用	55.13	41.15	77.64	124.01	186.32
投资损失	0.10	7.71	7.71	7.71	7.71
营运资金变动	(143.31)	(12.02)	(1,546.35)	(351.63)	(2,106.16)
其它	(103.52)	(85.26)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	55.09	32.97	(1,011.20)	444.47	(1,023.55)
资本支出	122.80	21.10	0.00	0.00	0.00
长期投资	21.10	17.24	0.00	0.00	0.00
其他	(243.65)	(131.75)	(7.71)	(7.71)	(7.71)
投资活动现金流	(99.75)	(93.40)	(7.71)	(7.71)	(7.71)
债权融资	(71.89)	(579.24)	1,676.59	335.07	1,810.80
股权融资	(62.69)	548.65	0.00	0.00	0.00
其他	(26.01)	(26.19)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(160.59)	(56.78)	1,676.59	335.07	1,810.80
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(205.25)	(117.21)	657.68	771.83	779.54

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,152.52	3,139.58	6,964.00	10,823.15	14,720.86
营业成本	2,577.44	2,596.22	5,853.98	9,140.78	12,459.21
营业税金及附加	9.12	11.43	25.34	39.39	53.58
销售费用	66.46	72.76	91.76	142.61	193.96
管理费用	82.11	96.18	108.88	136.74	141.82
研发费用	100.06	110.15	174.69	271.50	369.27
财务费用	47.93	40.53	77.64	124.01	186.32
资产/信用减值损失	(60.71)	(181.02)	(151.53)	(235.50)	(320.32)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.10)	(7.71)	(7.71)	(7.71)	(7.71)
其他	117.61	372.72	0.00	0.00	0.00
营业利润	212.60	28.32	472.46	724.91	988.67
营业外收入	0.54	0.14	0.14	0.14	0.14
营业外支出	2.05	0.01	0.01	0.01	0.01
利润总额	211.09	28.45	472.59	725.04	988.80
所得税	28.63	(2.93)	70.89	108.76	148.32
净利润	182.45	31.38	401.70	616.29	840.48
少数股东损益	(0.01)	(1.44)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	182.47	32.81	401.70	616.29	840.48
每股收益(元)	0.34	0.06	0.75	1.14	1.56
主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-6.08%	-0.41%	121.81%	55.42%	36.01%
营业利润	-14.35%	-86.68%	1568.24%	53.43%	36.38%
归属于母公司净利润	-14.15%	-82.02%	1124.17%	53.42%	36.38%
获利能力					
毛利率	18.24%	17.31%	15.94%	15.54%	15.36%
净利率	5.79%	1.05%	5.77%	5.69%	5.71%
ROE	8.54%	1.23%	13.13%	16.76%	18.61%
ROIC	10.56%	3.21%	19.55%	18.54%	23.80%
偿债能力					
资产负债率	57.39%	48.73%	71.98%	69.08%	75.39%
净负债率	13.66%	-4.97%	31.29%	17.61%	41.19%
流动比率	1.91	1.89	1.44	1.53	1.40
速动比率	1.85	1.82	1.38	1.46	1.33
营运能力					
应收账款周转率	2.03	2.58	7.25	24.56	77.27
存货周转率	5.73	22.88	22.51	22.40	22.36
总资产周转率	0.65	0.61	0.86	0.94	0.97
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.06	0.75	1.14	1.56
每股经营现金流	0.10	0.06	-1.88	0.82	-1.90
每股净资产	3.97	4.93	5.68	6.82	8.38
估值比率					
市盈率	86.22	479.46	39.17	25.53	18.72
市净率	7.36	5.92	5.14	4.28	3.48
EV/EBITDA	8.18	52.34	20.29	13.15	10.37
EV/EBIT	9.32	58.18	21.56	13.68	10.68

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